



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**



**LE SFIDE  
DELLA POLITICA  
ECONOMICA**

Settembre 2017 - N. 30



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**

**LE SFIDE  
DELLA POLITICA  
ECONOMICA**

**Settembre 2017 - N. 30**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Tullio Buccellato, Pasquale Capretta, Piergiorgio M. Carapella, Alberto Caruso, Alessandro Fontana, Gianluca Gallo, Teresa Gargiulo, Giovanna Labartino, Francesca Mazzolari, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà, Francesca G.M. Sica.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili all'8 settembre 2017.

Editore SIPI S.p.A.  
Servizio Italiano Pubblicazioni Internazionali  
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

# INDICE

Premessa .....	pag. 5
<b>1. Le previsioni .....</b>	<b>» 11</b>
1.1 L'economia italiana .....	» 13
1.1.1 PIL e domanda interna .....	» 13
1.1.2 Scambi con l'estero .....	» 18
1.1.3 Credito .....	» 21
1.1.4 Occupazione, retribuzioni e CLUP .....	» 24
1.1.5 Prezzi e margini .....	» 29
1.1.6 Finanza pubblica .....	» 31
1.2 Il contesto internazionale .....	» 37
1.2.1 Commercio mondiale .....	» 37
1.2.2 Eurozona .....	» 44
1.2.3 Stati Uniti .....	» 48
1.2.4 Giappone .....	» 49
1.2.5 Regno Unito .....	» 49
1.2.6 Emergenti .....	» 52
1.2.7 Prezzi delle materie prime .....	» 56
1.2.8 Politiche monetarie .....	» 59
1.2.9 Tassi, Borse e cambi .....	» 62
 <i>Riquadri</i>	
Giovani poco occupati: doppio spreco per il Paese .....	» 26
Il rientro del debito pubblico italiano passa per la crescita .....	» 33
Surplus correnti record della Germania, a danno dello stesso risparmio tedesco ...	» 40
Dal <i>Fiscal compact</i> a una politica di bilancio europea? .....	» 45
Brexit: negoziazioni dall'esito ancora molto incerto .....	» 50

## PREMESSA

*In a minute there is time  
For decisions and revisions which a minute will reverse.  
(In un attimo c'è il tempo/Per decisioni e revisioni che un attimo invertirà)*  
**Thomas S. Eliot, 1911**

Alla ripresa autunnale l'andamento dell'economia rimane **molto favorevole**.

La **crescita globale** si consolida: nel secondo trimestre di quest'anno ha toccato il ritmo più alto dal 2010. La corralità coinvolge un sempre più ampio numero di paesi e la velocità è più uniforme. Nell'insieme delle economie avanzate la **disoccupazione** è ai minimi dalla primavera del 2008.

I dati riservano **sorprese positive** e inducono a rivedere al rialzo le previsioni, mentre fino allo scorso anno costringevano ad abbassarle.

Nel nuovo scenario economico elaborato dal CSC la crescita mondiale si mantiene ai ritmi attuali anche nel 2018, nel complesso e in tutti i maggiori paesi. Gli **scambi commerciali** continuano a beneficiare del ciclo globale degli investimenti e salgono del 4,1% quest'anno e del 3,5% il prossimo (+3,9% e +3,3% stimati in giugno).

Le stime per il **PIL italiano** vengono ulteriormente ritoccate all'insù: +1,5% nel 2017 e +1,3% nel 2018, rispetto al +1,3% e al +1,1% indicati tre mesi fa. Il rialzo si spiega, da un lato, con l'andamento marginalmente migliore dell'atteso nel secondo trimestre (+0,4% contro +0,3%); è un risultato qualitativamente importante perché scioglie le riserve di alcuni analisti sulla genuinità dei dati precedenti. E, dall'altro, è coerente con il tono elevato degli **indicatori qualitativi** (specie quelli sugli ordini).

A fine 2018 il PIL recupererà il **terreno perduto** con la seconda recessione (2011-13). Sarà ancora del 4,7% inferiore al massimo toccato nel 2008.

Queste previsioni potrebbero rivelarsi **prudenti**. Le informazioni disponibili sul trimestre estivo sono limitate per il cruciale settore dei servizi (quelli turistici hanno un'alta valenza stagionale). Una dinamica più robusta del preventivato innalzerebbe soprattutto la media del 2018, perché si trasferirebbe pienamente sul trascinarsi all'anno prossimo.

D'altra parte, le stime del CSC non includono gli effetti della prossima **Legge di bilancio** (che è attesa migliorare i saldi dello 0,5% del PIL), perché non se ne conoscono reale ammontare e composizione. L'esito del 2018 dipenderà anche dagli incentivi agli investimenti, dalla loro durata effettiva e dalle risorse ulteriori che verranno messe in campo.

L'Italia è agganciata alla ripresa mondiale e le **esportazioni** sono la componente più dinamica della domanda. Anche perché il **made in Italy** continua a guadagnare **quote** di mercato, come ora viene riconosciuto anche da altre istituzioni nazionali e internazionali. Nel 2018 l'export sarà del 15% sopra i livelli del 2008 e al 32,5% del PIL. Merito delle strategie delle imprese che puntano all'upgrading qualitativo dei beni, all'innovazione, al marketing e ai mercati più dinamici. Strategie che sono supportate dalle politiche di **internazionalizzazione** governative e associative.

Gli **investimenti** mostrano un vivace dinamismo. Il ciclo di acquisti di beni strumentali è partito nel 2014 e si è poi esteso e intensificato grazie a un insieme di fattori: le migliori aspettative di domanda, il basso costo del capitale, la saturazione degli impianti, il recupero dei margini (grazie alla diminuzione dei costi degli input importati), la necessità di introdurre innovazioni di processo e di prodotto, la maggiore competitività originata dalla svalutazione dell'euro, la spinta degli incentivi fiscali e, più recentemente, la risalita delle costruzioni. Nel periodo di previsione gli acquisti di beni strumentali diversi dalle costruzioni raggiungeranno il 9,5% del PIL, pari alla media degli anni 1999-2007 (9,9% è il top pre-crisi).

Gli investimenti rafforzano la congiuntura ma soprattutto ampliano e aggiornano tecnologicamente la capacità produttiva, innalzando così il potenziale di crescita. Ciò è vero specialmente quando sono indirizzati da un piano di **politica industriale**, come quello varato un anno fa e focalizzato su Industria 4.0, ossia su quell'insieme di tecnologie abilitanti legate alle innovazioni digitali e trasversali a tutti i settori, piano che per avere pieno successo non può essere una scelta occasionale ma una decisione strategica.

Il recupero dell'economia italiana è caratterizzato da una considerevole creazione di **posti di lavoro**. Dal 2014, quando è cominciato, al secondo trimestre del 2017 l'incremento cumulato del PIL è stato del 3,0%, quello dell'occupazione del 3,7% e quello delle ore lavorate del 4,3%. I progressi sono stati notevoli anche in termini di **persone occupate**: +815mila; a fine 2018 supereranno di 160mila unità il picco toccato nel 2008. Le **retribuzioni reali** saranno nel 2018 dello 0,9% sotto i livelli del 2007 (ma nell'industria in senso stretto del 9,0% sopra), mentre il PIL per abitante, che misura il benessere di tutti, sarà ancora del 7,2% inferiore.

Tutto ciò mette in evidenza che il mercato del lavoro non è la Cenerentola del recupero in atto. Ma per avere un **quadro completo** occorre aggiungere due informazioni.

Le persone a cui manca lavoro, in tutto o in parte, sono ancora 7,7 milioni. Ciò rende meno diffusa la **percezione** dei miglioramenti realizzati e deve indurre a continuare a porre il mercato del lavoro al centro delle politiche.

La bassa **occupazione giovanile** è il vero tallone d'Achille del sistema economico e sociale italiano. Nel rapporto con la popolazione di riferimento ha una distanza di 10-17 punti percentuali (a seconda della fascia d'età) dalla media dell'Area euro. Ciò sta inducendo flussi crescenti di **emigrazione** che producono una perdita di capitale umano stimata dal CSC in un punto di PIL all'anno, abbassando così il potenziale di sviluppo. Rappresenta una vera e propria emergenza.

L'aumentata performance dell'economia italiana sprona a ottenere **risultati migliori** così da riguadagnare più rapidamente il terreno perduto in termini di produzione, reddito e posti di lavoro e chiudere il divario con gli altri paesi europei, nella dinamica e nel livello.

Ricordiamo, infatti, che il **gap** di crescita con il resto dell'Area euro è sì molto diminuito rispetto a due anni fa (da 1,5% a 0,8%) ma permane negativo e amplia la distanza nei valori assoluti, come già accadeva prima della crisi. Rispetto al 2000, il PIL dell'Area euro (al netto dell'Italia) è salito del 24,4%, quello dell'Italia dello 0,8%. Simili differenze di risultato emergono anche dai confronti rispetto al 2007 e al 2013, ultimo anno della recessione.

D'altra parte, la crisi ha compiuto quest'estate dieci anni e che non ci sia completa guarigione lo si legge, tra l'altro, nelle politiche monetarie ancora da terapia intensiva. Ma le radici della **lenta crescita** italiana sono più antiche, profonde e diffuse. Il recupero in atto, più che alla recisione di alcune di queste radici, si deve al ciclico aggancio, a distanza, all'andamento europeo (mentre, per esempio, la Spagna si stacca in avanti al gruppo). Ciò non aiuta a migliorare la fiducia degli investitori nel Paese.

Il settore trainante del recupero in corso è il **manifatturiero**, grazie sia alla composizione della crescita della domanda (beni esportabili e mezzi di produzione) sia al suo ruolo baricentrico nello sviluppo economico.

Il **credito** non costituisce più, come è avvenuto fino allo scorso anno, un freno alla crescita, ma neppure le fornisce una marcia aggiuntiva. Anche se i prestiti alle imprese aumentano un po' in alcuni settori.

Non mancano i **rischi**, che diventano altrettante **sfide** per la politica economica.

Il primo rischio è racchiuso nell'uscita dalle misure di emergenza della **politica monetaria**. Hanno avuto grande successo nel contrastare la deflazione e contribuito in modo fondamentale a sostenere la domanda e l'occupazione. Nell'Area euro hanno costituito il principale baluardo, in alcuni momenti l'unico, contro il suo stesso dissolvimento.

Consapevoli degli ottimi risultati raggiunti, i banchieri centrali sono ora in procinto di compiere la difficile manovra di **ridimensionare** i loro interventi senza causare turbolenze destabilizzanti nei mercati finanziari. Molte quotazioni azionarie, per esempio, sono ricche in ragione dell'ampia liquidità immessa e dei tassi di interesse mai stati così bassi nella storia.

Lo stesso vale per le obbligazioni, a cominciare dai titoli di stato. I cui **acquisti netti** da parte delle principali Banche centrali caleranno da 100 miliardi di dollari attuali verso zero per la fine del 2018.

La FED ha già messo in chiaro come procederà. La BCE lo annuncerà a breve. L'**inflazione** rimane ostinatamente bassa per l'operare di fattori sia ciclici (come l'abbondanza di persone poco o per nulla occupate) sia strutturali (come l'accesa competizione globale e l'accelerazione della rivoluzione tecnologica). Ma non pare tale da far mutare orientamento ai banchieri centrali.

La robustezza della ripresa in USA e nell'Area euro rende l'economia in grado di reggere la riduzione dei sostegni monetari. Appaiono, invece, inevitabili tensioni e aggiustamenti dei prezzi di molte attività. La sfida è evitarne **repentini ribassi** che intacchino la fiducia di famiglie e imprese.

Il secondo rischio è che l'autocompiacimento per il buon andamento economico rilassi l'**azione riformista** dei governi. Ciò vale sia dentro i singoli paesi sia nel rilancio dell'Unione europea e, soprattutto, dell'Unione monetaria.

Nazionalismi e **populismi**, pur usciti ridimensionati dalle ultime consultazioni elettorali, non hanno esaurito la loro spinta. L'impovertimento e l'esclusione sociale, prodotti dai cambiamenti epocali in atto ed esacerbati dalla crisi, non vengono adeguatamente affrontati.

In Italia è maggiore la necessità di innalzare il **potenziale di crescita** dell'economia, ulteriormente diminuito dalla profonda e lunga recessione. Su tale tema sono chiamate a confrontarsi le forze politiche in vista delle elezioni nazionali, il cui esito appare particolarmente incerto e potrebbe ripercuotersi sull'evoluzione economica.

Il terzo rischio è nel ritorno a simultanee **politiche di bilancio** restrittive in Europa. Dopo la fase della grande stretta (2011-2014), dall'anno scorso sono diventate nel complesso leggermente espansive e questo cambio di orientamento ha aiutato il rilancio. Le manovre che saranno varate nelle prossime settimane per realizzare gli obiettivi di riduzione dei deficit torneranno, invece, ad agire da freno.

Il **risanamento** dei conti pubblici è ineludibile, specie nelle fasi congiunturali positive e soprattutto per i paesi ad alto debito pubblico come l'Italia (la stessa Francia non è ben messa). Alla luce anche dell'alta capacità produttiva ancora inutilizzata, va perseguito con un mix di interventi che aiutino la crescita, sostenendo gli investimenti pubblici e privati e promuovendo l'innovazione e l'inclusione sociale.

Per mantenere la fiducia degli investitori (in vista dei minori acquisti di titoli della BCE) è fondamentale che l'Italia incanali il **debito pubblico**, che nel 2018 inizia a ripiegare in rapporto al PIL, in modo permanente e convincente su un sentiero di rientro, benché più graduale dell'irrealistica e controproducente prescrizione del Patto di stabilità e crescita (un ventesimo all'anno della differenza tra livello effettivo e limite del 60% del PIL).

Negli USA c'è anche un rischio connesso alla politica di bilancio: che le misure espansive promesse dall'**Amministrazione Trump** non si concretizzino nelle dimensioni e nei tempi necessari ad avere i significativi effetti previsti nel 2018.

Altri rischi possono cambiare in modo deciso il quadro internazionale nel prossimo biennio: un ulteriore forte indebolimento del dollaro, una nuova caduta del prezzo del petrolio e un rallentamento mercato della Cina.

La discesa della **valuta USA** può essere innescata dalla perdita di fiducia nelle prospettive americane (in base alle misure che l'Amministrazione Trump sarà capace di mettere in campo) e dal consolidamento dei fondamentali europei. Se fosse particolarmente ampia e intensa, intralcerebbe molto la crescita dell'Area euro. Gli effetti sono molto diversi a seconda della causa e del tipo di movimento: se è un indebolimento del dollaro o un rafforzamento dell'euro. Nel primo caso la competitività persa è minore perché la moneta unica rimane ferma rispetto alle valute diverse dal dollaro, nel secondo caso si apprezza contro tutte. Il CSC stima che un indebolimento del dollaro del 5% (cambio bilaterale con euro a 1,24) riduce il PIL italiano dello 0,1% in due anni; un rafforzamento dell'euro della stessa entità lo abbassa dello 0,4%.



*Storicamente la svalutazione del dollaro si è accompagnata a un rincaro del prezzo in dollari delle **materie prime**. Il **petrolio** oscilla da alcuni mesi senza direzione. L'offerta ora è attesa rimanere sopra la domanda anche nella seconda metà del 2017 e ancor più nel 2018. Ma non in misura tale da provocare un crollo del prezzo.*

*La **Cina** ha finora privilegiato gli obiettivi di crescita a quelli di sostenibilità finanziaria e il debito ha continuato a gonfiarsi. Difficilmente cambierà ordine di priorità.*

# 1 LE PREVISIONI

## Sommario

- **PIL e domanda interna** – Il CSC rivede al rialzo la crescita del **PIL** italiano all'1,5% nel 2017 e all'1,3% nel 2018 (da +1,3% e +1,1%). I **consumi** sono previsti in aumento dell'1,3% nel 2017 e dell'1,2% nel 2018. In accelerazione gli **investimenti**: +2,3% quest'anno e +3,1% il prossimo. La spesa in macchinari e mezzi di trasporto continua ad avanzare a un buon ritmo: 3,1% nel 2017 e 4,1% nel 2018. Si conferma il recupero degli investimenti in costruzioni: +1,5% nel 2017 e +2,0% nel 2018.
- **Scambi con l'estero** – L'**export** italiano accelera (+4,9% nel 2017 e +3,8% nel 2018) e guadagna quote di mercato. È sostenuto dal rafforzamento della domanda globale; sarà frenato, specie nel 2018, dall'apprezzamento del cambio. L'**import** continua a salire velocemente (+5,8% e +4,1%), alimentato dalla stessa performance delle esportazioni, che incorporano beni e servizi acquistati all'estero, lungo le catene globali del valore, e dall'incremento della domanda interna. Rispetto ai massimi pre-crisi del 2007, nel 2018 il livello delle importazioni sarà più elevato del 6,4% e quello dell'export del 15,0%. I surplus **commerciale** e corrente scendono (a causa soprattutto della diminuzione delle ragioni di scambio) dai livelli record ventennali registrati nel 2016 ma restano alti (3,3% e 2,3% del PIL nel 2018), cosicché il debito estero continua a calare (si è quasi dimezzato).
- **Credito** – Il credito alle **imprese** non è più un forte freno alla ripresa, ma nemmeno la sostiene. Sciolto il nodo di alcune situazioni di crisi, c'è minore incertezza. Vari fattori supportano le erogazioni, ma altri agiscono in direzione contraria. L'**offerta** è meno stretta, i tassi ai minimi, la domanda ai valori pre-crisi. I prestiti alle **famiglie** sono in crescita (+0,3% al mese), con un'offerta allentata e una domanda in espansione.
- **Occupazione, retribuzioni e CLUP** – Nel 2017 e nel 2018 l'**occupazione** sale dell'1,1% e dell'1,0% (+500mila ULA aggiuntive), dopo il +1,4% del 2016. L'allungamento degli orari ancora corti smorza la creazione di posti di lavoro, specie nell'industria. A fronte di un'ampia ricomposizione settoriale (verso i servizi), alla fine del biennio previsivo le persone occupate superano di 160mila unità il livello pre-crisi, mentre le ULA sono ancora di 780mila sotto (ma erano cadute di due milioni). Il tasso di disoccupazione scende al 10,4%. La dinamica delle **retribuzioni** di fatto sopravanza quella delle contrattuali. A fronte del rialzo dell'inflazione, le retribuzioni reali pro-capite arretrano nel biennio 2017-2018 dello 0,6%, dopo essere salite dello 0,8% nel 2016. Il **CLUP** sale sia nel 2017 sia nel 2018.
- **Prezzi e margini** – L'**inflazione** totale è prevista rimanere ai valori attuali (+1,4% nel 2017, +1,2% nel 2018). Accelera all'1,2% l'indice al netto di energia e alimentari, dallo 0,5% del 2016. Tornano a cadere, ma mantengono discreti livelli, i margini delle imprese, per il rincaro di commodity e CLUP.
- **Finanza pubblica** – Migliora il **deficit pubblico** quest'anno: 2,1% del PIL da 2,4%, senza includere manovra e clausole di salvaguardia, e risale al 2,3% nel 2018. Inizia a scendere il rapporto tra **debito pubblico** e PIL: da 132,6% quest'anno (come nel 2016) a 131,8% il prossimo.

Le previsioni CSC non incorporano la Legge di bilancio che avrà un impatto netto sul deficit di 0,5 punti di PIL e che potrebbe perciò ridurre di 2 decimi di punto il tasso di crescita. A maggior ragione è bene concentrare le risorse su misure che la sostengano e aumentino il potenziale di crescita.

- **Commercio mondiale** – Si rafforza l'espansione degli **scambi globali**. Le previsioni sono riviste all'insù: +4,1% nel 2017 e +3,5% nel 2018, con rischi sia al rialzo sia al ribasso. Positiva la dinamica a metà 2017 e buone le prospettive per la seconda parte dell'anno. Alti gli **squilibri** nei conti con l'estero: in rientro quelli degli emergenti ma ancora ampia divaricazione tra gli avanzati (specie per quanto riguarda il surplus tedesco).
- **Eurozona** – La crescita solida del primo semestre, grazie all'accelerazione di consumi e investimenti, trascina le previsioni al rialzo nel 2017 (2,2%) e nel 2018 (1,8%). A trainare ancora la Germania.
- **Stati Uniti** – Crescita solida grazie alla domanda interna. Per il 2017 lo scenario CSC conferma la previsione (+2,2%); per il 2018 la rivede al ribasso al 2,4% a causa dell'incertezza sulla politica di bilancio.
- **Giappone** – Il PIL accelera nella prima metà dell'anno, ma il trend di medio-lungo periodo resta debole; la produzione industriale continua a espandersi grazie all'export verso l'Asia.
- **Regno Unito** – Invariate le previsioni rispetto a giugno: +1,6% nel 2017 e +1,5% nel 2018. Consumi e investimenti iniziano a risentire delle conseguenze della Brexit.
- **Emergenti** – La crescita dei paesi emergenti viene ritoccata all'insù al 4,7% per il 2017 e resta invariata al 4,8% per il 2018. La **Cina** avanza lungo la traiettoria di atterraggio morbido (+6,6% e +6,2%), grazie all'ulteriore accelerazione del commercio mondiale. Effetti ritardati dello shock da demonetizzazione inducono una revisione a ribasso delle previsioni per l'**India** (+7,3% e +7,4%). Risolta l'incertezza sulla tenuta della Presidenza Temer, il **Brasile** cresce oltre le attese (+0,5% e +1,9%). Migliorano anche le previsioni per la **Russia** (+1,8% e +2,0%).
- **Prezzi delle materie prime** – Stabile il prezzo del **petrolio**: 52 dollari nel 2017 e nel 2018, da 45 nel 2016, sotto l'obiettivo OPEC e con rischi al ribasso. L'estrazione USA, infatti, continua ad aumentare ed è vicina al record, mentre vari paesi OPEC non rispettano il congelamento della produzione. Il quale è comunque insufficiente a sostenere un durevole aumento del prezzo. I prezzi delle altre **materie prime** restano volatili e divergenti, con un equilibrio precario tra domanda e offerta; rincari limitati previsti nel biennio.
- **Politiche monetarie** – I tassi **BCE** restano fermi ai minimi per tutto il 2018 e il QE verrà prolungato almeno per buona parte dell'anno prossimo a un ritmo mensile più basso. Continuano a salire i depositi delle banche a Francoforte, sintomo di un mercato interbancario ancora frammentato. La **FED** prosegue il rialzo dei tassi (1,00-1,25% a settembre): il CSC ne prevede uno a dicembre e altri due entro la fine del 2018. Inizierà presto a ridurre l'enorme stock di titoli in bilancio (4.251 miliardi di dollari).
- **Tassi, Borse e cambi** – I tassi a lungo termine restano stabili sopra i minimi (*Treasury* decennale al 2,1%), Borse record (S&P 500 a +9,5% da inizio anno). L'**euro** sale a 1,18 sul dollaro, nella media dell'ultimo mese, anche per effetto della ripresa europea più robusta delle attese e dell'elevata incertezza politica USA.

## 1.1 L'economia italiana

### 1.1.1 PIL e domanda interna

**Recupero più robusto** Il CSC stima un aumento del PIL italiano dell'1,5% nel 2017 e dell'1,3% nel 2018.

Nel biennio di previsione il recupero prosegue più velocemente dell'atteso e accelera ulteriormente rispetto al 2016, quando il PIL era aumentato dello 0,9%; nel 2015 aveva registrato una crescita dello 0,8% (+0,1% nel 2014).

L'uscita dell'economia italiana dalla seconda recessione si è andata rafforzando in un contesto internazionale in significativo miglioramento dalla seconda metà del 2016. La fase congiunturale favorevole coinvolge tutti i paesi dell'Area euro, si è irrobustita nella prima metà di quest'anno ed è prevista protrarsi a ritmi alti nella seconda metà.

**I driver della crescita** I principali *driver* della crescita italiana sono l'export, che coglie appieno la ripresa mondiale, e gli investimenti, sostenuti dai provvedimenti governativi a favore dell'acquisto di beni strumentali, da migliori aspettative di domanda, saturazione degli impianti e buone condizioni finanziarie.

**Buon avvio di 2017** Il recupero del PIL italiano dalla profonda caduta registrata nell'ultima recessione è iniziato nella seconda metà del 2013 ed è atteso completarsi entro il 2018. Dopo un andamento sostanzialmente piatto fino a fine 2014, si è rafforzato dall'inizio del 2015 ed è proseguito ininterrottamente, inanellando dieci trimestri consecutivi di aumento. Il 2017 è partito con un discreto abbrivio: il PIL è aumentato dello 0,4% in ciascuno dei primi due trimestri e nel primo semestre ha registrato la più alta variazione dal 2010 (+1,7% annualizzato), ben superiore alla crescita potenziale che è stimata poco sopra lo zero. Tuttavia, le perdite della crisi sono ancora profonde: nel secondo trimestre del 2017 il livello del PIL è più basso del 2,0% rispetto al secondo del 2011, picco precedente, e del 6,4% rispetto al primo trimestre 2008, massimo pre-crisi. A fine 2018, in base alle proiezioni CSC, sarà su livelli ancora inferiori del 4,7% rispetto al massimo toccato oltre dieci anni prima (-7,2% in termini pro-capite).

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)					
	2015	2016	2017	2018	Trend
Prodotto interno lordo	0,8	0,9	1,5	1,3	
Consumi famiglie residenti	1,5	1,3	1,3	1,2	
Investimenti fissi lordi	1,6	2,9	2,3	3,1	
<i>in macch. e mezzi di trasp.</i>	3,5	4,6	3,1	4,1	
<i>in costruzioni</i>	-0,4	1,1	1,5	2,0	
Esportazioni di beni e servizi	4,4	2,4	4,9	3,8	
Importazioni di beni e servizi	6,8	2,9	5,8	4,1	
Saldo commerciale <sup>1</sup>	3,1	3,6	3,2	3,3	
Occupazione totale (ULA)	1,0	1,4	1,1	1,0	
Tasso di disoccupazione <sup>2</sup>	11,9	11,7	11,2	10,6	
Prezzi al consumo	0,1	-0,1	1,4	1,2	
Retribuzioni totale economia <sup>3</sup>	0,4	0,7	0,9	1,1	
Saldo primario della PA <sup>4</sup>	1,4	1,5	1,8	1,5	
Indebitamento della PA <sup>4</sup>	2,7	2,4	2,1	2,3	
Debito della PA <sup>4</sup>	132,1	132,6	132,6	131,8	

<sup>1</sup> Fob-fob, valori in percentuale del PIL; <sup>2</sup> valori percentuali; <sup>3</sup> per ULA; <sup>4</sup> valori in percentuale del PIL che per il 2018 escludono l'attivazione degli aumenti delle aliquote IVA e delle accise sui carburanti. Trend 2015-2018.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

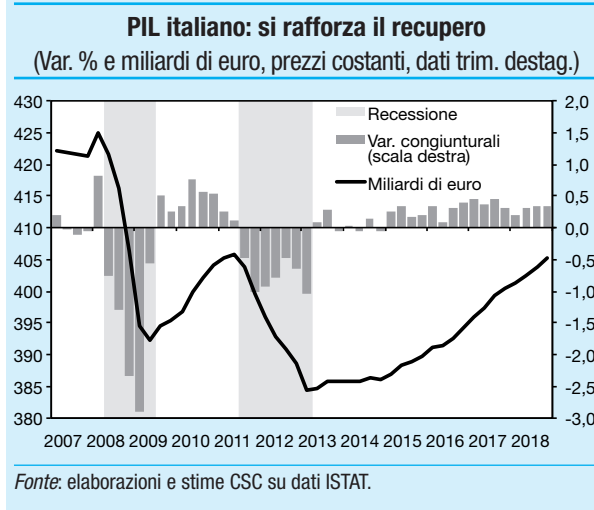
**Revisione al rialzo** Il CSC rivede al rialzo la previsione per il biennio 2017-2018, rispetto a quella elaborata in giugno. La revisione per il 2017 (+1,5% da +1,3%) è spiegata anzitutto dall'andamento nel secondo trimestre, che è risultato appena superiore a quanto stimato precedentemente (+0,37% contro +0,30%). Il profilo delineato dal CSC per la seconda parte del 2017 migliora pure marginalmente (+0,12% cumulativamente) essendosi un po' rafforzate le condizioni (esterne e interne) già delineate tre mesi fa. Si conferma così un'accelerazione nei mesi estivi (+0,5%), in forza di un apporto positivo

dell'industria e dei servizi (grazie anche alle informazioni relative a una stagione turistica molto buona) e un rallentamento nell'ultimo quarto (+0,3%, Grafico 1.1). Nel 2017 il contributo delle scorte sarà positivo per effetto della dinamica già rilevata dall'ISTAT nei primi due trimestri (quando hanno elevato la crescita congiunturale del PIL per 0,3 e 0,1 punti percentuali rispettivamente nel primo e nel secondo). Nel 2018, invece, contribuiranno negativamente, per l'aspettativa che le imprese normalizzino gli stock nei magazzini.

Il profilo trimestrale del 2018 (+0,3% medio), rimane invariato, ma grazie al trascinarsi leggermente più alto rispetto a quello previsto in giugno, la dinamica del PIL per l'intero anno è ritoccata all'insù di due decimi di punto (+1,3% da +1,1%). Tuttavia, la crescita risulta più lenta rispetto all'anno in corso per un andamento del commercio mondiale meno forte di quello atteso per il 2017, un tasso di cambio meno favorevole (entrambi frenano l'export italiano) e, come detto, per la normalizzazione delle scorte. Inoltre, vanno tenuti presenti alcuni rischi al ribasso. Le elezioni parlamentari che si terranno nel 2018 potrebbero accrescere l'incertezza, se determinassero una stasi politica che avrebbe ricadute negative anche nella realizzazione delle riforme necessarie al Paese. Infine, la previsione del CSC non include gli effetti della Legge di bilancio per il 2018 che verrà varata il prossimo mese e che avrà nei saldi un impatto restrittivo, seppure molto contenuto. Ci sono anche rischi al rialzo per il 2017 e per il 2018, legati a un'evoluzione più sostenuta nella seconda metà di quest'anno.

**Italia fanalino di coda** Nonostante la dinamica del PIL più robusta di quella prevista, l'espansione dell'economia italiana rimane inferiore a quella degli altri paesi europei. Il differenziale rispetto al resto dell'Euroarea resta negativo ed elevato, anche se dimezzato: nel 2017 è pari a 0,8 punti percentuali, contro l'1,5 del 2015.

Grafico 1.1



### Indicatori qualitativi

**In aumento tra le imprese...** Gli indicatori congiunturali qualitativi dalle indagini presso le imprese, seppure con un andamento mensile oscillante, hanno mostrato negli ultimi mesi un chiaro e significativo progresso, dopo il ripiegamento registrato nella prima metà del 2016 (Grafico 1.2). L'indice composito di sentimento economico delle imprese (IESI) in luglio-agosto si è attestato su valori analoghi a quelli del secondo trimestre (106,3 da 106,5), quando aveva raggiunto il massimo dal 2012, inizio della serie storica. Nel manifatturiero e nelle costruzioni si sono avute le performance migliori. Tra gli imprenditori manifatturieri, in particolare, l'indice di fiducia è salito in agosto per il terzo mese consecutivo e ha raggiunto il massimo dalla prima metà del 2008. Sono salite soprattutto le aspettative; sono, invece, peggiorati i giudizi sull'attività corrente, un calo in parte spiegato dalle scorte (il cui saldo è sceso in agosto ai minimi dal giugno 2014). Nei due mesi estivi il livello dell'indice è comunque superiore a quello registrato nel secondo trimestre (+0,6 punti).

**...tra le famiglie...** Anche tra i consumatori sono emersi segnali di maggior ottimismo: si è infatti arrestata in primavera la diminuzione dell'indice di fiducia iniziata un anno prima e nei mesi estivi si è avuta una ripartenza, spinta da valutazioni più favorevoli sulle variabili strettamente connesse al clima personale e, in particolare, alle decisioni di consumo (condizioni economiche delle famiglie e giudizi sui bilanci familiari e sull'opportunità di acquisto di beni durevoli).

**...e tra i direttori degli acquisti** Indicazioni molto positive vengono pure dai direttori degli acquisti, sintetizzate dagli indici PMI (Purchasing Manager Index). Questi hanno delineato sia nel manifatturiero sia nei servizi un andamento molto vivace, raggiungendo in estate livelli tra i più elevati del passato decennio e segnalando una robusta crescita dell'economia italiana an-

Grafico 1.2

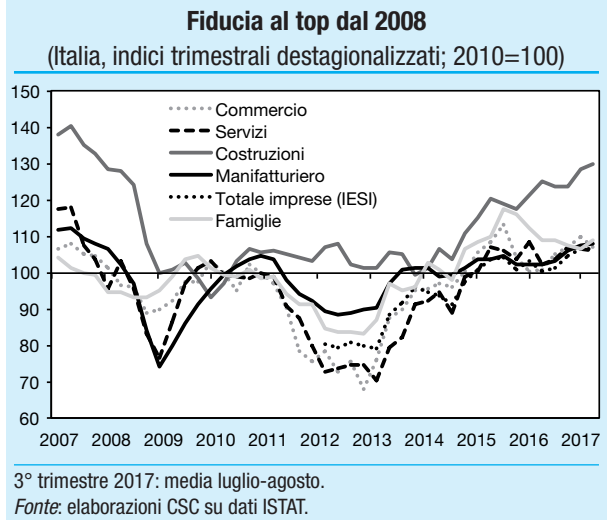
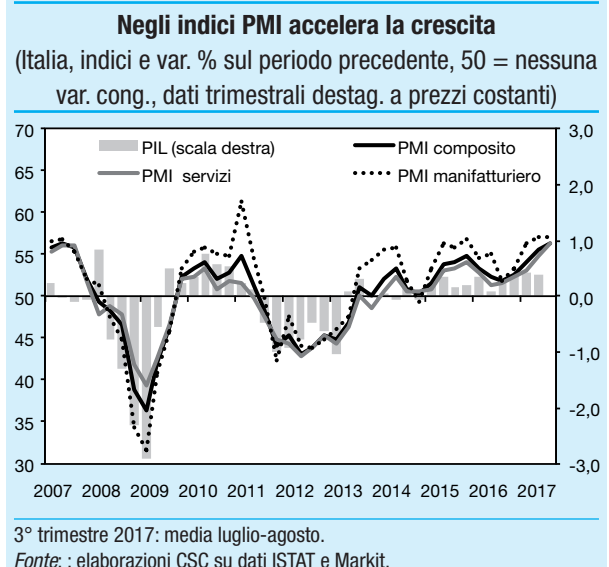


Grafico 1.3



che nel terzo trimestre. Il valore del PMI composito (56,0 nella media luglio-agosto, massimo decennale), che sintetizza la dinamica nei due settori, è superiore di 0,4 punti ai livelli del secondo trimestre ed è coerente con un'espansione del PIL italiano tra lo 0,4% e lo 0,5% congiunturale. Il dettaglio settoriale per l'Italia indica una decisa accelerazione nei servizi, dove l'indice (a 55,7 da 55,0) è in costante recupero dalla seconda metà del 2016, e una buona tenuta nel manifatturiero (indice a 57,0), dove è segnalato un ritmo di espansione robusto e invariato rispetto al secondo trimestre (Grafico 1.3).

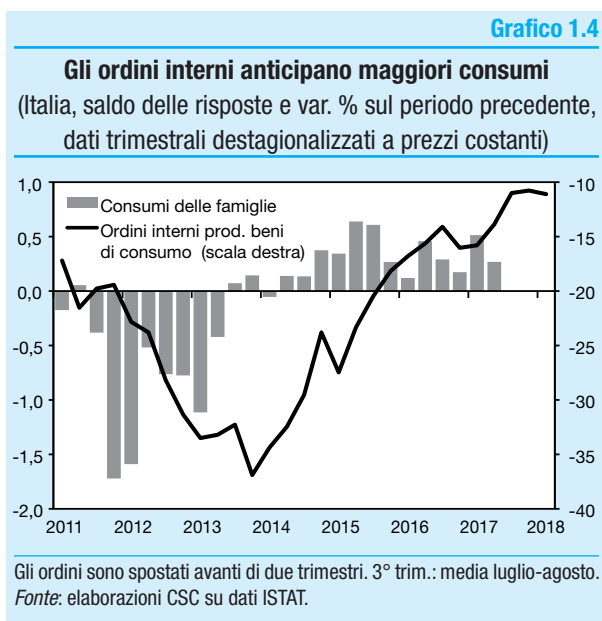
Preannuncia una sostanziale stabilizzazione della crescita tra fine 2017 e inizio 2018 l'anticipatore OCSE, che precorre le svolte del ciclo di due/tre trimestri: in luglio l'indice si è attestato a 100,2 in aumento dello 0,1% rispetto alla media dei primi due trimestri.

### Consumi

**Prosegue la crescita** Secondo il CSC la spesa delle famiglie aumenterà dell'1,3% nel 2017 e dell'1,2% nel 2018. Gran parte della variazione prevista per quest'anno è già acquisita al secondo trimestre (+1,1%). I consumi delle famiglie sono in crescita quasi ininterrotta dall'estate del 2013. Da allora sono aumentati del 4,6%, recuperando quasi due terzi della caduta registrata nel corso della seconda recessione (-7,2%). Gli acquisti di beni durevoli hanno mostrato gli incrementi più sostenuti (+21,9%); quelli in servizi (che pesano circa la metà del totale) sono cresciuti del 5,0%.

Nel secondo trimestre del 2017 sono saliti dello 0,2% congiunturale, dopo lo 0,5% nel precedente, frenati dal calo degli acquisti di beni durevoli (il primo dopo 15 trimestri) e semidurevoli. Nei successivi trimestri sono attesi accelerare.

**Passo più sostenuto nei mesi estivi** Gli indicatori congiunturali disponibili per il terzo trimestre confermano, infatti, che è in corso un rafforzamento della dinamica dei consumi. Le immatricolazioni di auto sono aumentate in agosto del 3,6% congiunturale, dopo la stagnazione in luglio (stime CSC); la variazione acquisita nel terzo trimestre 2017 è di +4,0% (da -0,7% nel secondo). I giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo, che anticipano l'andamento della spesa delle famiglie, si sono stabilizzati nei mesi estivi (-11 nel bimestre luglio-agosto) sui livelli dei due precedenti trimestri e preannunciano un'accelerazione della spesa nel trimestre in corso e una tenuta tra fine 2017 e inizio 2018 (Grafico 1.4).



L'aumento dei consumi, come negli anni precedenti, sarà sostenuto dall'incremento del reddito disponibile in termini reali, che è previsto crescere dell'1,5% in ciascuno dei due anni di previ-

sione. Un freno sarà costituito invece dalla ricostituzione di più alti livelli di risparmio. La propensione al risparmio è salita all'8,5% nel primo trimestre del 2017, ma è lontana dalla media pre-crisi (12,0% tra 2000-2007). È attesa aumentare sia quest'anno sia il prossimo.

### Investimenti

**Si consolida il recupero** Il CSC prevede una crescita degli investimenti del 2,3% nel 2017 (in rallentamento dal +2,9% nel 2016) e del 3,1% nel 2018. La spesa in macchinari e mezzi di trasporto sarà la componente più dinamica: +3,1% quest'anno e +4,1% il prossimo (dal +4,6% nel 2016); gli investimenti in costruzioni sono previsti in accelerazione: +1,5% nel 2017 e +2,0% nel 2018 (dopo +1,1% nel 2016).

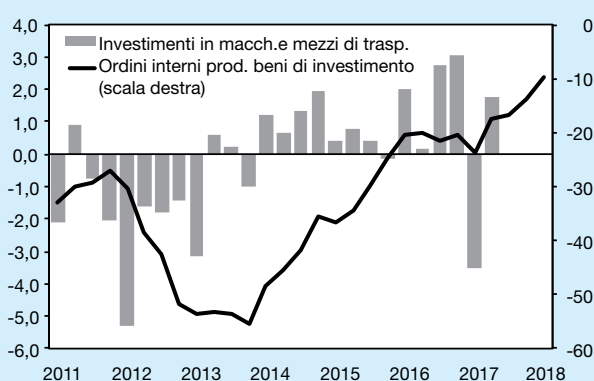
**Fattori pro e contro** Attese più favorevoli sulla domanda, elevati livelli di capacità produttiva utilizzata, rifinanziamento degli investimenti pubblici, redditività discreta e incentivi fiscali per l'acquisto di macchinari, oltre che per ristrutturazioni edilizie e per l'efficientamento energetico,

contribuiranno a sostenere i piani di spesa delle imprese e ne favoriranno l'espansione nei prossimi trimestri. Tra i fattori che potranno frenare più forti progressi ci sono la selettività del credito, seppure meno che in passato, e l'incertezza politica che potrebbe tornare ad aumentare in vista delle elezioni parlamentari.

**Maggiore slancio nel secondo semestre** La dinamica trimestrale degli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto è stata positiva a partire dall'inizio del 2014 e fino al primo trimestre del 2017, quando si è avuto un significativo calo (-3,5%), recuperato solo parzialmente nel successivo (+1,8%). L'incremento cumulato dal 2014 è stato del 13,3% (dopo l'arretramento del 23,9% dal 2007 ad allora). In Scenari economici di giugno si suggeriva che la battuta d'arresto a inizio anno potesse essere stata influenzata dal combinato tra l'esigenza di usufruire del "superammortamento" (inizialmente vincolato agli investimenti effettuati entro dicembre 2016) e l'attesa delle linee-guida per l'accesso all'"iperammortamento" (definite non prima di marzo 2017). In tal caso, il recupero atteso dopo la contrazione del primo trimestre difficilmente avrebbe potuto realizzarsi già nel secondo trimestre, essendo comunque partiti non prima di aprile gran parte degli ordini per i beni ammessi all'iperammortamento. È, dunque, probabile che nella seconda parte dell'anno si assista a un rimbalzo degli investimenti più sostenuto che consolidi la loro risalita, specie se risulterà confermato l'annuncio di una proroga di entrambi gli incentivi fino a tutto il 2018. Gli ordini interni per i produttori di beni di investimento risultano comunque

Grafico 1.5

**Gli investimenti riprendono slancio**  
(Italia, saldo delle risposte e var. % sul periodo precedente, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Gli ordini sono spostati avanti di due trimestri. 3° trim.: media luglio-agosto.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.



in recupero sia nel secondo sia nel terzo trimestre 2017 (Grafico 1.5). L'allungamento dei termini per beneficiare degli incentivi potrebbe svolgere una funzione importante anche per allungare l'orizzonte temporale della ripresa degli investimenti. In questo modo si ridurrebbe anche l'*import penetration* conseguente alla difficoltà dei produttori nazionali di fronteggiare un aumento di domanda interna troppo concentrato temporalmente (come osservato nella seconda metà del 2016).

### **Produzione industriale**

**Robusta crescita nell'industria...** La produzione industriale in Italia è aumentata dell'1,7% nel 2016 dopo il +1,1% nel 2015. Nel primo trimestre 2017 si è avuto un calo dello 0,2%, seguito da un significativo rimbalzo nel secondo (+1,1%). Il CSC stima un arretramento della produzione dello 0,5% in luglio, che porta la crescita acquisita nel terzo trimestre a +0,5%. Secondo le indagini ISTAT e Markit l'attività dovrebbe continuare a mantenere una robusta dinamica.

**...in calo nell'edilizia** La produzione nelle costruzioni, al di là delle oscillazioni congiunturali, si è attestata intorno ai livelli minimi toccati nel 2015, inferiore di oltre il 40% rispetto ai valori pre-crisi. È aumentata dello 0,4% nel primo trimestre 2017 e nel secondo registra un acquisito di -0,6%, mentre le attese degli imprenditori del settore sono positive, seppure in lieve ripiegamento rispetto ai mesi precedenti.

#### **1.1.2 Scambi con l'estero**

**Accelerano gli scambi con l'estero** Nello scenario CSC le esportazioni di beni e servizi crescono del 4,9% nel 2017 e del 3,8% nel 2018 (dopo il +2,4% nel 2016). Le importazioni aumentano del 5,8% nell'anno in corso e del 4,1% il prossimo (dopo il +2,9% nel 2016). Di conseguenza l'export netto fornirà un contributo marginalmente negativo al PIL nel 2017, pari a -0,1 punti percentuali, e nullo nel 2018 (dopo -0,1 punti nel 2016).

**Export rivisto all'insù...** Rispetto alle stime CSC di giugno, la dinamica delle vendite italiane all'estero è stata rivista al rialzo per il 2017 e marginalmente all'ingiù per il 2018. Ciò risulta dal traino, maggiore dell'atteso, della domanda mondiale nel biennio di previsione e dal freno dovuto al più forte apprezzamento del cambio, che agirà nell'ultima parte dell'anno e soprattutto nel prossimo. Sono sostanzialmente invariate le previsioni per le importazioni, che sono sostenute dalla stessa robusta performance delle esportazioni (specie nel 2017), le quali incorporano sempre più beni e servizi acquistati all'estero, e dalla crescita dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese (in misura minore, nel 2017, di quanto stimato in giugno).

Rispetto ai massimi pre-crisi del 2007, nel 2018 il livello dell'import sarà più elevato del 6,4% e quello dell'export del 15,0%.

**...grazie al rafforzamento della domanda mondiale** Dopo la generale debolezza registrata nello scorso biennio, la dinamica della domanda globale si è significativamente rafforzata, grazie alla ripartenza corale delle principali economie. In particolare, sono risaliti gli acquisti dall'estero in Europa, negli Stati Uniti, in Giappone e, soprattutto, nei principali paesi emergenti,

specie in Cina e in alcuni produttori di commodity (Russia e Brasile), favoriti dal recupero delle quotazioni *oil* e *non oil*. La crescita della domanda potenziale italiana (cioè delle importazioni nei mercati di destinazione dei beni italiani) sarà pari al 4,0% nel 2017 e al 3,2% nel 2018 (stime CSC) e lievemente inferiore a quella dell'import mondiale (+4,1% e +3,5%, rispettivamente), poiché l'export italiano è relativamente poco presente nei mercati emergenti più dinamici. Le vendite all'estero di merci *Made in Italy*, comunque, continueranno a registrare una performance migliore della domanda potenziale, come accaduto negli ultimi sei anni (a eccezione del 2013), nonostante l'ulteriore apprezzamento del tasso di cambio (+1,3% nel 2017 e +1,5% nel 2018, dopo +2,2% nel 2016; stime CSC), continuando a guadagnare quote di mercato.

### Dinamica positiva nel secondo trimestre...

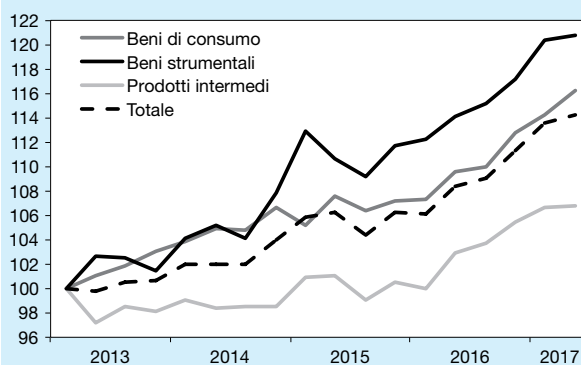
Secondo i dati di contabilità nazionale, le esportazioni di beni e servizi sono aumentate dello 0,6% nel secondo trimestre 2017 sul primo, quando avevano registrato un +1,6% (dato rivisto significativamente al rialzo da +0,7%). In base ai mercati di destinazione, la variazione nel secondo trimestre risulta da un rimbalzo delle vendite intra-Area euro (+2,7%) e da un calo di quelle extra-Area (-0,8%), dopo due trimestri di forte crescita. La variazione acquisita nell'anno in corso è pari a +4,4% (+3,5% intra-Area e +5,0% extra-Area).

Nella scomposizione per prodotto, la performance complessiva dell'export nel secondo trimestre è stata sostenuta dalle vendite di beni, che sono cresciute dell'1,1% (come nel primo), più che compensando il calo dell'1,3% di quelle di servizi (dopo il +3,7% nel primo; dato rivisto fortemente all'insù da -1,7%). In particolare, secondo i dati doganali, l'export di beni è in espansione in tutti i principali comparti: prodotti intermedi e di investimento e, soprattutto, beni di consumo (Grafico 1.6).

**...e indicazioni miste per i mesi estivi** Segnali discordanti provengono dagli indicatori qualitativi sugli ordini manifatturieri esteri: la relativa componente PMI Markit è salita in agosto a 57,4 e nella media del bimestre estivo rimane sui livelli del secondo trimestre (massimi da più di tre anni); il saldo dei giudizi delle imprese ISTAT, invece, è caduto di 6,4 punti in agosto su luglio, registrando nel bimestre estivo il primo calo (-2,2 punti) dopo quattro trimestri di aumento (+11,1 cumulato). Nei servizi, l'export dovrebbe essere sostenuto dal buon andamento della stagione turistica nei mesi estivi (la voce "viaggi" costituisce il 40% delle vendite di servizi all'estero). In prospettiva, le esportazioni continueranno a beneficiare della buona dinamica della domanda mondiale, ma saranno frenate dall'euro più forte.

Grafico 1.6

**L'export italiano cresce in tutti i comparti**  
(Beni, 1° trim. 2013=100, dati trim. destag. a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

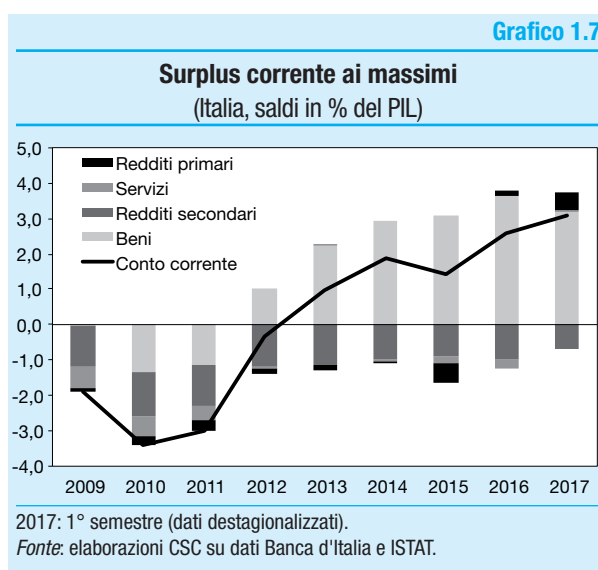
**Ragioni di scambio giù nel 2017...** Le ragioni di scambio di beni e servizi italiani, molto favorite dai bassi prezzi delle commodity nel 2015 e nel 2016, diminuiranno dell'1,3% nel 2017, con la risalita di quei prezzi, e aumenteranno dello 0,7% nel 2018, anche grazie al rafforzamento della moneta unica.

**...riducono l'avanzo commerciale** Nel 2016 il surplus della bilancia commerciale, grazie anche al miglioramento delle ragioni di scambio, è salito al 3,6% del PIL, livello massimo dal 1996. In particolare, il deficit energetico si è ridotto di quasi due punti percentuali di PIL in tre anni (fino all'1,4% nel primo trimestre 2016), grazie alla caduta delle quotazioni petrolifere; con il loro recupero e con l'aumento della domanda interna, però, è tornato ad ampliarsi (2,0% nel secondo trimestre 2017). Nel 2017 il peggioramento delle ragioni di scambio e la forte crescita dei volumi importati determineranno una riduzione dell'avanzo commerciale al 3,2% del PIL. Nel 2018 si consoliderà al 3,3% del PIL.

**Surplus corrente su livelli record...** Il deficit nell'interscambio dei servizi, pari allo 0,2% del PIL nel 2016, si è sostanzialmente annullato nella prima metà del 2017 (dati destagionalizzati Banca d'Italia). Il saldo dei redditi primari è nettamente aumentato nel 2016, registrando un avanzo per la prima volta dal 2007 (0,2% del PIL, da -0,6% nel 2015), ed è salito allo 0,6% del PIL nel secondo trimestre 2017. Il miglioramento è dovuto soprattutto al calo dei rendimenti sui titoli di debito italiani (specie pubblici) detenuti all'estero, favorito dal *Quantitative Easing* della BCE; secondo il CSC, questi effetti si attenueranno molto gradualmente nel prossimo biennio. Si è

lievemente ridotto anche il deficit dei redditi secondari (trasferimenti), allo 0,8% del PIL nel secondo trimestre 2017 (-1,0% nel 2016; Grafico 1.7). Nello scenario CSC, il miglioramento del saldo di queste voci delle partite correnti (diverse da quelle commerciali) si ridimensionerà, in percentuale del PIL, nella seconda metà dell'anno. Nel complesso, il surplus di parte corrente, dopo aver raggiunto il 2,6% del PIL nel 2016 (top dal 1997), con un incremento di sei punti percentuali dal minimo del 2010 (riconducibile quasi interamente all'aumento del saldo commerciale), si ridurrà al 2,3% del PIL nel 2017 e si stabilizzerà su questi livelli nel 2018.

**... ha ridotto il debito con l'estero** Alla fine del primo trimestre 2017 la posizione patrimoniale netta italiana verso l'estero era pari a -13,5% del PIL, con un miglioramento di ben 10,0 punti rispetto a fine 2015, determinato sia dal surplus corrente sia, in misura maggiore, da aggiustamenti di valutazione degli stock. Dal massimo di fine 2013 il saldo debitorio è diminuito di 11,9 punti di PIL, soprattutto grazie ai ripetuti avanzi di parte corrente.



### 1.1.3 Credito

**Non cresce il credito alle imprese** Il credito bancario alle imprese italiane non sta sostenendo la ripresa, ma non è più un forte freno come negli scorsi anni. Ci sono diversi segnali di miglioramento rispetto alla fase peggiore tra 2011 e 2016.

La situazione attuale è di offerta molto selettiva, da parte di diversi istituti, specie verso specifici settori. Nella prima metà del 2017 i prestiti hanno registrato un -0,2% medio al mese, come nel 2016 (dati destagionalizzati CSC). Lo stock è del 17,2% inferiore al picco del 2011 (-158 miliardi). Nel manifatturiero, però, si è avuto un timido recupero dei prestiti nella prima metà del 2017 (+0,1% al mese, -0,2% nel 2016). Nelle costruzioni, invece, prosegue la flessione (-0,9% al mese, -0,8% lo scorso anno).

In termini annui, lo stock totale di prestiti bancari alle imprese registra un -2,3% a giugno, ma, tenendo conto di cartolarizzazioni e altri crediti ceduti e cancellati dai bilanci bancari, risulta una variazione nulla (Grafico 1.8). Una differenza che indica la pulizia dei bilanci da parte degli istituti e la riduzione dell'esposizione al rischio verso le imprese.

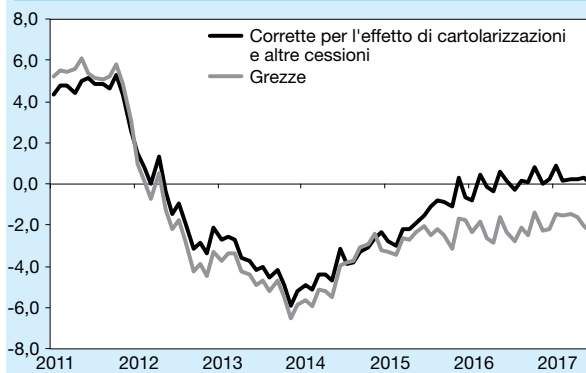
La disponibilità di liquidità in azienda, rispetto alle esigenze operative, è stabile da inizio 2017, sopra i valori pre-crisi: saldo a 38 in agosto nel manifatturiero (32 nel 2007; indagine ISTAT). Le attese sulla liquidità delle imprese industriali e dei servizi sono positive e migliorano (+13,5 il saldo per il terzo trimestre, +8,8 nel secondo; Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Anche nelle costruzioni le attese sulla liquidità migliorano, sebbene restino negative (-16,4, da -21,6).

**Sofferenze giù** Lo stock di sofferenze lorde relative a prestiti alle imprese, accumulato nei bilanci delle banche italiane, era rimasto invariato nei primi mesi del 2017 (144 miliardi a maggio). A giugno ha mostrato un calo a 137 miliardi (18,1% dei prestiti), mese in cui è stata costituita la "bad bank" per le due banche venete liquidate. Il profilo delle sofferenze si era appiattito da fine 2015, grazie alla risalita dell'economia e agli interventi varati negli ultimi anni (deducibilità fiscale in un anno delle perdite su crediti, velocizzazione delle procedure fallimentari, garanzie pubbliche sulle sofferenze cartolarizzate, Fondo Atlante), che hanno molto favorito lo sviluppo del mercato della cessione di crediti deteriorati in Italia: 10 miliardi nella prima metà del 2017, dopo 34 nel 2016 (4 nel 2013).

Le sofferenze calcolate al netto dei fondi rettificativi e relativamente ai prestiti totali (a imprese, famiglie e altri settori), sono scese a 71 miliardi a giugno, da 77 nei primi mesi del 2017 (87 a fine 2016). Gli accantonamenti, però, riducono la già bassa redditività degli istituti di credito, che limita la loro capacità di espandere i bilanci erogando nuovi finanziamenti.

Grafico 1.8

#### Il credito alle imprese rimane fermo (Italia, dati mensili, var. % annue dello stock di prestiti bancari)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

**Fattori pro e contro** Il credito è sostenuto dalle misure iper-espansive BCE, che saranno prolungate al 2018. Ciò accresce per gli istituti l'incentivo a erogare prestiti, abbassa il costo della raccolta, migliora i bilanci con l'aumento dei prezzi dei titoli detenuti, attutisce l'impatto di eventuali shock sui rendimenti sovrani. A giugno-luglio è stato sciolto il nodo della lunga crisi di alcune banche italiane medie e grandi, con interventi pubblici che hanno chiuso una notevole fonte di incertezza. Le quotazioni azionarie delle banche sono risalite, sebbene restino su livelli ridotti.

Altre forze frenano il credito. Il sistema bancario soffre ancora di bassa redditività. La stretta regolatoria attuata e quella in fase di studio crea incertezza e accresce la prudenza nell'assunzione di rischio di credito. Le regole di "Basilea 4", su cui si cerca un accordo internazionale, riguardano in particolare i modelli per il calcolo del rischio di credito e potrebbero accrescere i fabbisogni di capitale, anche se l'impatto sulle banche italiane dovrebbe essere contenuto. L'incertezza politica rischia di frenare gli investitori esteri e rendere più difficile reperire risorse.

**Offerta meno stretta** L'offerta di credito per le imprese, secondo gli indicatori qualitativi, è meno stretta. I dati raccolti presso le principali banche italiane indicano che le condizioni sono state un po' allentate nel secondo trimestre, come nel primo (*Bank Lending Survey*). Il forte inasprimento del 2011-2013 e del 2007-2009, però, continua a frenare le erogazioni. Le banche hanno continuato a limare il margine di interesse medio sui prestiti, non su quelli ritenuti più rischiosi; i margini, in media, sono oggi molto sotto i valori del 2011-2012, anche se superiori a quelli del 2007. Gli istituti, inoltre, hanno allentato i criteri su ammontare e scadenze, ma hanno stretto sugli oneri addizionali.

Nel secondo trimestre hanno contribuito all'allentamento i minori problemi delle banche su posizione patrimoniale e raccolta, ma anche la concorrenza di altri istituti e le migliori attese sull'economia.

La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti è cresciuta (6,2% a giugno, da 4,6% a marzo), ma rimane molto inferiore agli scorsi anni (16,6% a metà del 2013) e sui livelli della prima metà del 2011 (6,2%; indagine ISTAT). Questi dati non includono le aziende scoraggiate dal chiedere prestiti a causa di precedenti rifiuti. L'indagine presso le imprese industriali e dei servizi conferma il miglioramento delle condizioni di accesso al credito nel secondo trimestre: +5,1 il saldo (+2,9 nel primo; Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, prosegue il peggioramento delle condizioni (-8,2 il saldo, dopo -8,3).

**Richieste di credito in aumento** La propensione a domandare credito delle imprese italiane è cresciuta nel secondo trimestre. Sono aumentate molto le richieste per finanziare investimenti fissi e, meno, quelle per realizzare fusioni/acquisizioni e ristrutturazione del debito; stabili quelle per scorte e capitale circolante. L'indicatore cumulato della domanda di credito è molto vicino ai livelli 2007.

Il basso costo del credito continua a favorire la domanda. I tassi di interesse pagati dalle imprese sono ai minimi (Grafico 1.9): a giugno 1,6% in media sulle nuove operazioni (1,5% a settembre 2016; era 3,5% a inizio 2014). Le aziende più piccole pagano il 2,1% (da 4,4%), le maggiori l'1,2% (da 2,8%). Il costo del credito è sceso negli ultimi anni grazie alla riduzione dei tassi di riferimento, in particolare sui titoli sovrani. Una risalita del rendimento del BTP metterebbe a rischio tali risultati.

**Per le famiglie crescono i prestiti...** I prestiti bancari erogati alle famiglie italiane stanno accelerando: +0,3% al mese nella prima metà del 2017 (da +0,1% nel 2016; dati destagionalizzati CSC). Il credito, quindi, sta sostenendo i consumi e l'attività nel settore residenziale. Lo stock di prestiti per le famiglie si espande del 2,6% annuo (ritmo che non cambia calcolando anche i prestiti ceduti e cancellati dai bilanci bancari) ed è salito molto oltre i livelli del 2011.

**...si allenta l'offerta...** Tale espansione riflette anzitutto un'offerta meno stretta (*Bank Lending Survey*). Per i mutui, le banche indicano che i criteri sono stati allentati nel secondo trimestre, come nel primo; la forte restrizione precedente, tuttavia, non è stata ancora annullata. Per il credito al consumo i criteri di offerta sono rimasti invariati, dopo l'allentamento a inizio anno; finora il miglioramento è stato minore di quanto avvenuto per i mutui e le condizioni restano molto stringenti.

Gli istituti segnalano che nel secondo trimestre hanno ridotto, in media, i margini di interesse sui mutui e, meno, per il credito al consumo. Per i mutui, hanno abbassato anche i margini su quelli più rischiosi, ma hanno stretto sull'ammontare, per la prima volta dal 2012. Per il credito al consumo, hanno allentato, poco, sia sui volumi sia sulle scadenze.

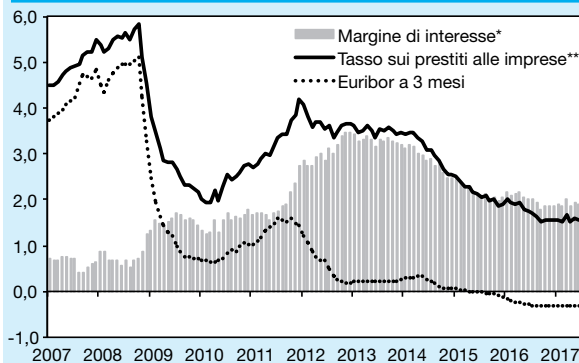
Le banche indicano come fattore che ha giocato a favore delle erogazioni di mutui la concorrenza da parte di altri istituti; giudicano neutrali gli altri fattori (attese sull'economia, merito di credito dei consumatori, costi di raccolta e vincoli di bilancio, avversione al rischio).

**...e sale la domanda** Le richieste di prestiti delle famiglie crescono, secondo i dati qualitativi. Nel secondo trimestre è proseguita, più lentamente, la risalita dell'indicatore cumulato di domanda di mutui, che è molto oltre i livelli pre-crisi. Le banche indicano che tale aumento è stato favorito dalle migliori attese delle famiglie sul mercato immobiliare e dai bassi costi. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) è poco sopra i minimi: 2,5% a giugno (2,3% a fine 2016).

Prosegue nel secondo trimestre anche il recupero della domanda di credito al consumo, a un ritmo maggiore rispetto a quella per i mutui. La risalita riflette l'incremento dei progetti di spesa in beni durevoli e il basso costo del credito. In aumento, tuttavia, il TAEG per il credito al consumo: 8,5% a giugno, da 7,6% a fine 2016.

Grafico 1.9

### Costo del credito ai minimi, margini ancora ampi (Italia, tassi di interesse, valori %)



\* Tasso sui prestiti alle imprese meno Euribor a 3 mesi.

\*\* Sulle nuove operazioni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Thomson Reuters.

### 1.1.4 Occupazione, retribuzioni e CLUP

**Il lavoro cresce con il PIL** Nel biennio previsivo l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno) continuerà a crescere, seppur con intensità lievemente inferiore rispetto al PIL. Dopo il +1,4% del 2016, il CSC stima che le ULA aumenteranno dell'1,1% nel 2017 e dell'1,0% nel 2018. Alla fine dell'orizzonte previsivo torneranno a 24,4 milioni, 1,2 milioni sopra al minimo toccato a fine 2013, ma 780mila unità sotto il livello pre-crisi (Grafico 1.10).

**Orari corti, specie nei servizi...** Da inizio 2014 l'occupazione ha puntato verso l'alto indipendentemente dall'indicatore usato per misurarla. Sono aumentati non solo le ULA (+3,7% dall'ultimo quarto 2013 al secondo 2017) e il monte ore effettivamente lavorate (+4,3%), ma anche, contemporaneamente e con intensità simile, il numero di persone occupate, nonostante le ore lavorate pro-capite siano ancora basse rispetto ai valori pre-crisi. Nel secondo trimestre 2017 in Italia ogni occupato ha lavorato mediamente 1,6 ore in meno a settimana rispetto a inizio 2008, da un punto di minimo di circa due ore in meno toccato nel 2013 e mantenuto fino a inizio 2015.

La risalita dell'occupazione è cominciata prima ed è stata più intensa nei servizi privati (+5,3% le ULA da metà 2013, pari a 656mila unità, portando il livello a +178mila rispetto a inizio 2008);

Grafico 1.10

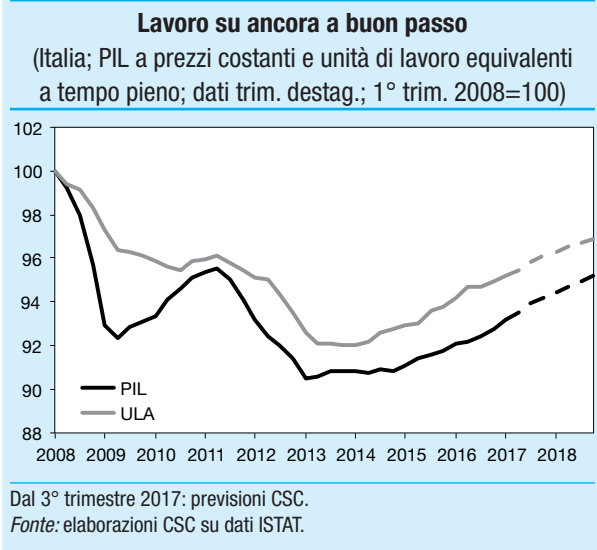
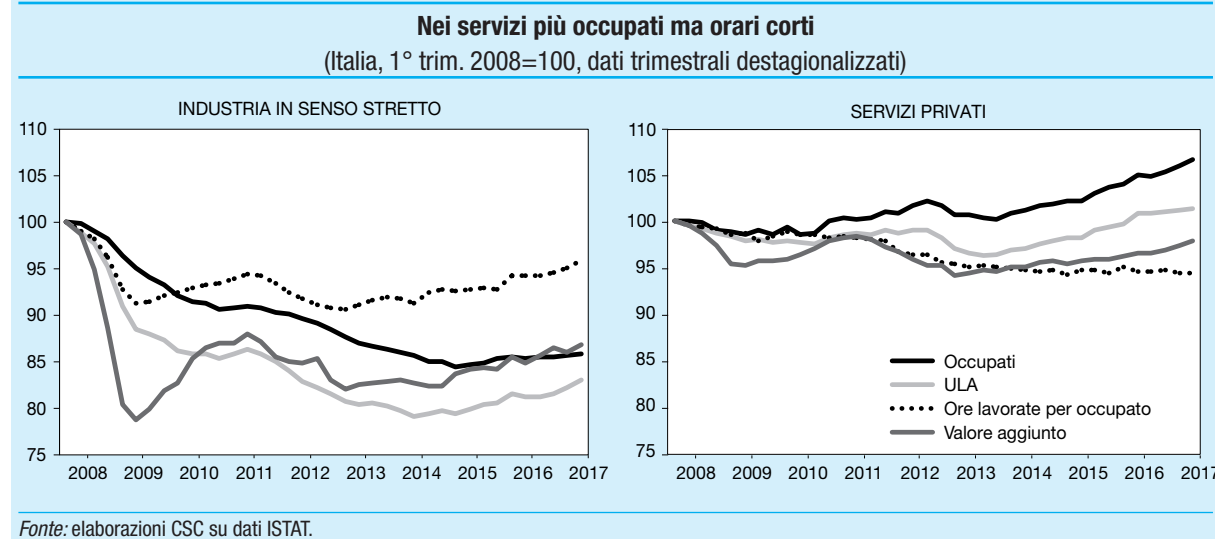


Grafico 1.11



d'altronde gli orari pro-capite sono rimasti molto bassi (-2 ore a settimana da inizio 2008). Nell'industria in senso stretto l'occupazione è ripartita più tardi, da metà 2014, quando i livelli di attività hanno ripreso a puntare verso l'alto, e la sua risalita (+5,0%, pari a 182mila unità) è stata smorzata dall'allungamento degli orari, iniziato già nel 2013 (+1,9 ore dal punto di minimo, ma ancora -1,4 rispetto a inizio 2008, Grafico 1.11). L'occupazione nell'industria non recupererà comunque i livelli pre-crisi, a causa dell'ampia perdita di potenziale produttivo. Al netto delle costruzioni, il settore oggi impiega il 15,8% del totale delle ULA, dal 18,1% di inizio 2008 (-529mila unità). La quota delle costruzioni è scesa da 7,6% a 6,1% (-322mila unità) e il vuoto occupazionale è in larga parte strutturale.

**...ma occupati sopra il livello pre-crisi** Dopo il +1,3% nel 2016, il CSC stima che il numero di persone occupate crescerà a ritmo più smorzato sia nel 2017 sia nel 2018 (+1,0% e +0,9%). A fronte di un'ampia ricomposizione settoriale, nell'estate 2017 gli occupati sono tornati sopra ai 23 milioni, sui livelli di inizio 2008. Alla fine del biennio previsivo saranno di 160mila unità oltre il picco della primavera 2008. Avevano toccato il minimo in autunno 2013 (-988mila unità).

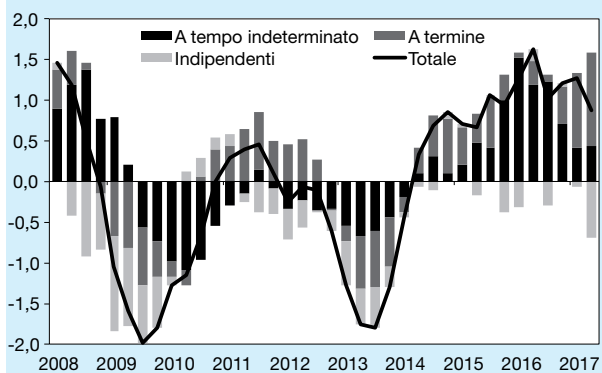
#### Staffetta tra tempo determinato e indeterminato

Scomponendo per tipologia contrattuale la crescita dell'occupazione registrata nell'ultimo triennio, si osserva che nel 2014 le assunzioni sono ripartite grazie all'aumento dei contratti a tempo determinato, come già nel biennio 2010-2011. Tale dinamica è in linea con la maggiore reattività della componente temporanea dell'occupazione all'andamento dell'attività economica che ha caratterizzato il mercato del lavoro italiano, almeno fino ai più recenti interventi normativi. Con l'istituzione transitoria della decontribuzione sulle assunzioni a tempo indeterminato (da gennaio 2015) e l'introduzione del contratto a tutele crescenti (da marzo 2015) si è osservato un cospicuo

aumento dell'occupazione a tempo indeterminato, che ha trainato la crescita dell'occupazione totale, sostituendosi in larga misura a quella a termine e compensando gli ulteriori cali di quella indipendente. Dell'aumento dell'occupazione dipendente registrato nel corso del 2015 (+304mila unità a dicembre su dicembre 2014), l'86,8% è avvenuto con contratti a tempo indeterminato. Nel 2016, quando l'ammontare degli sgravi è stato ridotto in durata ed entità, la quota è scesa al 40,3% su 281mila posti dipendenti aggiuntivi. Nei primi sette mesi del 2017, nonostante l'esaurimento degli incentivi e l'incertezza sull'intensità della risalita dell'attività, i lavoratori a tempo indeterminato sono aumentati ancora, rappresentando il 27,6% della variazione complessiva dei dipendenti (pari a +293mila unità, Grafico 1.12).

Grafico 1.12

**Su l'occupazione dipendente, anche l'indeterminato**  
(Italia, occupati, var. % tendenziale e contributi per  
tipologia lavorativa, dati trim. destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.



**Resta alto il numero delle persone a cui manca lavoro** Nonostante i miglioramenti registrati negli ultimi anni, nel mercato del lavoro italiano sono ancora 7,7 milioni le persone a cui manca lavoro in tutto o in parte<sup>1</sup>; erano 8,1 milioni nel 2014. Nel 2016 il numero di individui attivamente in cerca di un impiego è rimasto intorno a 3 milioni: l'aumento dell'occupazione è stato infatti accompagnato da una forza lavoro che, dopo essere rimasta invariata nel 2015, è salita dell'1,0%. A fronte di tassi di crescita della forza lavoro più contenuti, la disoccupazione è scesa nel secondo trimestre 2017 e continuerà a ridimensionarsi. In media d'anno, i disoccupati, dall'11,6% della forza lavoro nel 2016, caleranno, secondo le stime CSC, all'11,2% nel 2017 e al 10,6% nel 2018.

### Giovani poco occupati: doppio spreco per il Paese

L'inadeguato livello dell'occupazione giovanile sta producendo gravi conseguenze permanenti sulla società e sull'economia dell'Italia, sotto forma di depauperamento del capitale sociale e del capitale umano del Paese. Depauperamento che si traduce in abbassamento del potenziale di crescita e quindi, in parte, vanifica gli effetti sullo stesso potenziale delle riforme strutturali così faticosamente realizzate in questi anni.

L'Italia ha tassi di occupazione giovanili molto ridotti, specie per gli *under 30*. Nel 2016 un sesto dei 15-24enni era occupato (16,6%), contro poco meno della metà in Germania (45,7%) e quasi un terzo nella media dell'Eurozona (31,2%). Tra i 25-29enni il tasso di occupazione italiano balza al 53,7%, ma il divario rispetto agli altri paesi euro si amplia, da 14,6 a 17,1 punti percentuali. La posizione relativa dell'Italia comincia a migliorare nella fascia di età immediatamente successiva (30-34 anni), con il tasso di occupazione al 66,3%, 10 punti sotto alla media dell'Eurozona.

In Italia, come in quasi tutti i paesi avanzati, l'impatto della crisi sul mercato del lavoro è stato particolarmente marcato per i giovani, e ciò ha acuito la già molto netta segmentazione del mercato del lavoro italiano. Tra il 2008 e il 2014 (finita la seconda recessione) il tasso di occupazione si è ridotto di 8,6 punti percentuali nella classe di età 15-24 anni (da 24,2% a 15,6%) e di 12,6 punti in quella 25-29 (da 64,3% a 51,7%), contro un calo medio di 2,9 punti (da 58,6% a 55,7%). Nel frattempo si è registrato un forte aumento della povertà. La quota di persone povere nella fascia di età 18-34 anni era il 10,0% nel 2016 dal 2,7% nel 2007, contro un aumento totale dal 3,1% al 7,9%.

La scarsa occupazione giovanile ha effetti negativi sul benessere della generazione coinvolta e causa una riduzione nel lungo periodo della forza lavoro a cui il sistema può attingere, con abbassamento perciò del potenziale di crescita. Periodi prolungati di disoccupazione e inattività, soprattutto all'inizio della carriera lavorativa, aumentano infatti il rischio di un'uscita permanente dal mercato del lavoro. Tale rischio è molto elevato in Italia, dove nel 2016 più della metà dei disoccupati 15-24enni era alla ricerca di lavoro da almeno 12 mesi.

Portare al lavoro un maggior numero di giovani è reso ancora più urgente dal processo di invecchiamento della popolazione. L'indice di dipendenza degli anziani quasi raddoppierà nei prossimi decenni: oggi ci sono 34 individui oltre i 65 anni ogni 100 persone tra i 15 e i 64 anni,

<sup>1</sup> Oltre ai 3 milioni di disoccupati, nel primo trimestre 2017 si stimavano 2,6 milioni di occupati part-time involontari e 2,1 di non occupati disponibili a lavorare, ma che non hanno compiuto azioni di ricerca attiva.

nel 2060 ce ne saranno 62. Al tasso di occupazione corrente del 57,2% per i 15-64enni, ciò implica che gli *over 65* arriveranno ad essere più delle persone occupate, dai 59 ogni 100 attuali. Serve allargare la platea di quanti lavorano non solo allungando la vita lavorativa degli anziani ma anche accrescendo i tassi di occupazione complessivi, specie dei giovani, i lavoratori di domani. Il cambio di rotta deve essere massiccio: data la dinamica demografica, se i tassi di occupazione raggiungessero gli attuali livelli tedeschi (45,7% per 15-24enni, 78,2% per i 25-29enni e oltre l'80% per i 30-64enni), nel 2060 il rapporto tra *over 65* e occupati scenderebbe da 108 a 81.

La scarsa occupazione giovanile abbassa il potenziale di crescita anche perché conduce all'emigrazione, creando un circolo vizioso che è urgente spezzare. Dal 2008 al 2015, periodo in cui il tasso di disoccupazione in Italia è passato dal 6,7% all'11,9% (dal 9,8% al 18,9% per gli *under 40*), hanno spostato la residenza all'estero 509mila italiani: di questi, circa 260mila avevano tra i 15 e i 39 anni, il 51,0% del totale degli emigrati, un'incidenza quasi doppia rispetto a quella della stessa classe di età sulla popolazione (28,3%). Considerando che la spesa familiare per la crescita e l'educazione di un figlio, dalla nascita ai 25 anni, può essere stimata attorno ai 165 mila euro, è come se l'Italia, con l'emigrazione dei giovani, in questi anni avesse perso 42,8 miliardi di euro di investimenti in capitale umano. Per il solo 2015, con un picco di oltre 51mila emigrati *under 40* (dai 21mila del 2008), la perdita si aggira sugli 8,4 miliardi. A questi va aggiunta la perdita associata alla spesa sostenuta dallo Stato per la formazione di quei giovani che hanno lasciato il Paese: 5,6 miliardi se si considera la spesa media per studente dalla scuola primaria fino all'università<sup>1</sup>. In totale 14 miliardi nel 2015. Una stima per difetto, considerato che emigrano più spesso giovani non solo particolarmente motivati ed intraprendenti, ma anche più istruiti<sup>2</sup>. L'esportazione di capitale intellettuale, oltre a essere una perdita di persone e denaro speso per crescerle e formarle, abbassa il potenziale innovativo del Paese, che nel lungo periodo è il motore della produttività (Grafico A).

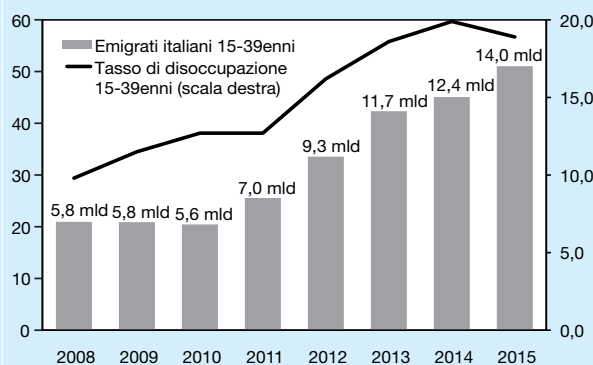
In Italia è urgente intervenire a favore dei giovani, per ragioni di equità e di efficienza. Ciò per innescare un circolo virtuoso di valorizzazione del lavoro dei giovani, miglioramento della competitività, maggiore fiducia che accresce consumi e investimenti, arresto dell'emorragia di persone che emigrano per costruire altrove il proprio futuro, innalzamento del potenziale di crescita.

<sup>1</sup> La stima tiene conto della percentuale di laureati nella popolazione italiana *under 35* (16,6% nel 2016).

<sup>2</sup> Si veda Becker S., Ichino A. e Peri G. (2004), How Large is the Brain Drain from Italy?, *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, Vol. 63, n. 1, pagg. 1-32.

Grafico A

### Giovani via dall'Italia: col numero salgono le perdite (Migliaia e in % forza lavoro)



Sopra le barre: stima della perdita di capitale privato e pubblico investito in crescita e formazione degli italiani 15-39enni emigrati in ciascun anno.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e OCSE.

**Retribuzioni oltre il passo dei contratti...** Il CSC stima che nell'intera economia l'aumento delle retribuzioni contrattuali sarà dello 0,7% nel 2017 e dell'1,0% nel 2018. La dinamica delle retribuzioni di fatto continuerà a essere principalmente alimentata da quella delle contrattuali, ma la sopravvanzerà come già nel 2016: +0,9% nel 2017 e +1,1% nel 2018 (+0,7% nel 2016). Di pari passo al consolidarsi dell'attività economica, infatti, ripartono i premi variabili aziendali, incentivati dalla detassazione resa permanente dalla Legge di stabilità 2016. A fronte del rialzo dell'inflazione, dovuto sia alla *core inflation* sia alle componenti energia e alimentari, le retribuzioni reali, tuttavia, arretreranno nel biennio 2017-2018 dello 0,6% cumulato, dopo il +0,8% nel 2016 e il +0,4% cumulato nel triennio 2013-2015.

**...nel settore privato** Nell'industria in senso stretto le retribuzioni di fatto nominali, dopo il +0,3% nel 2016, cresceranno dello 0,9% nel 2017 e dell'1,2% nel 2018. La dinamica supererà quella degli incrementi salariali previsti dai contratti in essere, che riflettono la risalita dell'inflazione<sup>2</sup>, dato il riallungamento degli orari e l'erogazione di premi. Nel complesso del settore privato, dopo il +1,1% nel 2016, le retribuzioni di fatto cresceranno dello 0,9% nel 2017 e dell'1,4% nel 2018. Il lieve arretramento di quelle reali nel biennio previsivo (-0,3% cumulato) scalfirà solo di poco i guadagni degli anni precedenti (+2,7% cumulato nel 2013-2016).

**Tornano a crescere le retribuzioni nel pubblico** Nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale), nonostante il blocco delle procedure negoziali (2010-2015) fosse finito, le retribuzioni (sia contrattuali sia di fatto) sono rimaste ferme nel 2016, ma sono attese crescere dell'1,1% nel 2017. Le previsioni del CSC inglobano gli effetti delle risorse stanziare dalle due ultime leggi di bilancio per i rinnovi contrattuali. Sempre sulla base delle risorse stanziare, nel 2018 le retribuzioni contrattuali sono attese crescere di un altro 1,4%, ma la dinamica di quelle di fatto potrebbe essere inferiore dato che alcune spese per le retribuzioni del personale pubblico non sono ancora state finanziate.

**CLUP ancora in rialzo** Il CSC stima che nel totale dell'economia italiana il CLUP aumenterà dello 0,8% nel 2017, dopo il +1,0% del 2016. La produttività tornerà a crescere ma a passo fiacco (+0,1%, dal -0,7% nel 2016) e ben al di sotto del ritmo di crescita del costo del lavoro (+0,9%). Anche nel 2018 la produttività avanzerà solo debolmente (+0,3%) e meno rispetto al costo del lavoro (+1,1%). Il CLUP crescerà dunque di un altro 0,8%.

Nell'industria in senso stretto il CLUP, la cui corsa si era arrestata nel triennio 2014-2016, tornerà ad aumentare nel biennio previsivo: +0,4% nel 2017 e +0,7% nel 2018, a fronte di una produttività che avanza in entrambi gli anni dello 0,5% e di una dinamica del costo del lavoro in accelerazione (+0,9% e +1,2%).

<sup>2</sup> Un grande insieme di rinnovi (che includono i comparti alimentare, chimico e farmaceutico, del cemento e della gomma plastica), firmati tra fine 2015 e nel corso del 2016, ha ribadito il forte legame storico tra retribuzioni contrattuali e inflazione prevista e stabilito aumenti di circa il 4% cumulato su tre anni. Ciò in linea con le previsioni dell'IPCA al netto degli energetici importati formulate dall'ISTAT a maggio 2015, ma ben al di sopra del 2,5% di incremento cumulato dello stesso indicatore che risulta dalle stime diffuse lo scorso maggio. Il CCNL metalmeccanico firmato a novembre 2016 ha invece incluso rilevanti novità rispetto alle regole definite nel Protocollo interconfederale del 2009, d'altronde scaduto nel 2013. L'adeguamento per l'inflazione è, in via sperimentale, effettuato riconoscendo aumenti dei minimi contrattuali sulla base dell'inflazione misurata *ex-post* (e relativa all'anno precedente) e non più prevista. Ciò evita, per la vigenza di questo contratto, scostamenti tra inflazione prevista ed effettiva, che sono stati ampi negli anni passati.

### 1.1.5 Prezzi e margini

**Inflazione sui valori correnti** La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è al +1,2% in agosto, da un picco di +1,9% in aprile e un minimo di -0,2% nell'ottobre 2016 (indice NIC). Da inizio 2017 la dinamica dell'indice totale ha superato quella dei prezzi *core*, esclusi energia e alimentari. Quest'ultima sale ma resta bassa (+0,9% annuo da +0,5% a gennaio) e lontana dall'obiettivo BCE (+2,0%; Grafico 1.13).

Nello scenario CSC il recupero dell'economia e l'incremento del CLUP sostengono i prezzi *core*. La disoccupazione ancora alta, la concorrenza internazionale e i rapidi sviluppi tecnologici freneranno, però, gli incrementi dei prezzi.

Quest'anno il debole incremento dei prezzi delle materie prime alza (poco) i prezzi energetici e alimentari, con un'intensità attenuata dal cambio dell'euro. Il prossimo anno, invece, l'impatto delle commodity sui prezzi energetici sarà negativo.

La dinamica annua dell'indice dei prezzi al consumo oscillerà nei prossimi mesi intorno ai valori correnti. In media, nel 2017 chiuderà a +1,4% (+1,4% acquisito in agosto; -0,1% nel 2016) e si assesterà a +1,2% nel 2018.

**Core inflation sopra l'1%** Questo scenario sconta il fatto che la variazione annua dell'indice totale rimanga poco sopra quella dell'indice *core* quest'anno e la raggiunga nel 2018, dato il profilo ipotizzato per i prezzi di energia e alimentari. La dinamica dei prezzi *core* è attesa continuare a salire molto lentamente, verso l'1,2% in media nel 2018. Lo scenario CSC non incorpora rincari dell'IVA nel 2017-2018, coerentemente con l'impegno politico assunto dal Governo di annullare le clausole di salvaguardia.

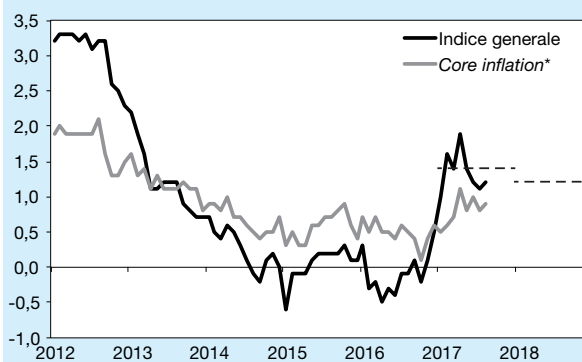
L'accelerazione dei prezzi *core* ha riguardato finora solo quelli dei servizi (+1,6% annuo in agosto, da +0,7% a gennaio). Invece, la dinamica dei prezzi al consumo dei beni industriali è nulla, nonostante il recupero dell'economia e la risalita dei corrispondenti prezzi alla produzione.

I consumatori italiani si attendono ancora una riduzione dei prezzi, sebbene con un'intensità molto minore rispetto allo scorso anno: -5 in agosto il saldo delle risposte (indagine Commissione europea), da -18 nel dicembre 2016 (in Germania tale saldo è salito a +16, da +11).

**Prezzi energetici e alimentari in frenata** I prezzi energetici al consumo crescono del 4,5% annuo in agosto, dal 6,5% a maggio. In Italia essi seguono con un ritardo di alcuni mesi e in misura ri-

Grafico 1.13

**L'inflazione si riavvicina al ritmo della core**  
(Italia, indici NIC dei prezzi al consumo, dati mensili, var. % a 12 mesi)



\* Indice generale al netto di energia e alimentari.

Linea tratteggiata: previsioni CSC per le medie 2017 e 2018.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

dotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti, l'andamento della quotazione del petrolio Brent tradotta in euro. La cui dinamica annua è a +4,9% annuo in agosto, da -4,5% a giugno (era del 31,9% in aprile). Nello scenario CSC il prezzo del petrolio in euro cresce del 13% annuo in media nel 2017, ma si riduce del 4% nel 2018. Ciò favorirà un graduale annullamento della variazione annua dei prezzi energetici in Italia.

I prezzi alimentari stanno rallentando: +0,7% annuo in agosto, da +2,1% a gennaio. Tale andamento è determinato dai prezzi degli alimentari freschi (+0,7%, da +5,3%). La dinamica annua di quelli lavorati, invece, sta lentamente crescendo (+0,6%, da zero).

**Prezzi in linea con l'Eurozona** La variazione annua dei prezzi al consumo (+1,4%, indici armonizzati IPCA) è poco sotto quella dell'Area euro (+1,5%). I prezzi energetici crescono di più (+0,5 punti percentuali il *gap*). Il contrario avviene per gli alimentari (-0,6 punti). I prezzi *core*, invece, hanno una variazione pari a quella dell'Area, nonostante l'economia più lenta.

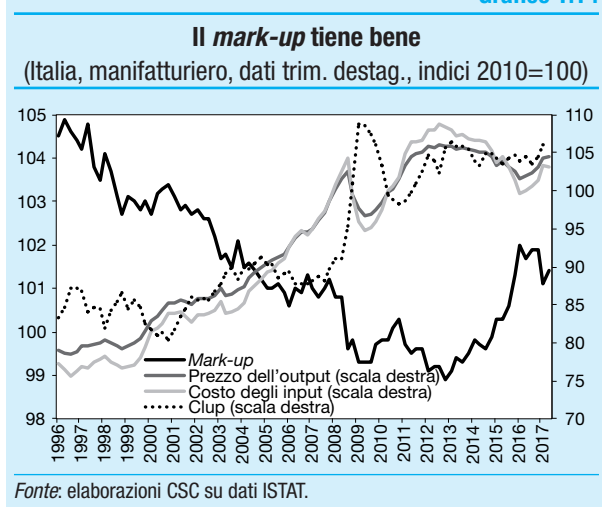
**Margini limati ma discreti** In Italia i margini delle imprese si sono di nuovo ridotti nella prima metà del 2017, ma restano discreti dopo la risalita fino a inizio 2016. Come previsto a giugno, l'erosione è legata soprattutto all'aumento dei prezzi degli input, specie materie prime. Nel 2018, il rialzo moderato delle commodity non energetiche incorporato nello scenario CSC manterrà la pressione al ribasso sui margini. Anche il CLUP è tornato a salire.

Nel manifatturiero il *mark-up* registra un -0,6% annuo nella prima metà del 2017. Questa flessione ha fermato il recupero avutosi tra 2013 e 2016 (+3,1% cumulato), dopo oltre un decennio di riduzione (-5,7% dal 1996 al 2012; Grafico 1.14). Andamento analogo nel totale dell'economia: -0,1% il *mark-up* nella prima metà del 2017, dopo +1,3% nel 2013-2016 (-4,8% nel 1996-2012).

**Auto-finanziamento eroso** I margini sono alla base della generazione di utili e quindi delle possibilità di auto-finanziamento delle imprese per investimenti e produzione. Tra 2014 e inizio 2016 la loro risalita è stata cruciale per contribuire a finanziare la crescita italiana, a fronte del credito scarso. La loro diminuzione indica che l'auto-finanziamento potrebbe già assottigliarsi nel 2017.

**Rincarare degli input** Il *mark-up* è determinato dall'andamento relativo dei prezzi di vendita (misurati al cancello della fabbrica) e dei costi unitari di produzione. I costi unitari stanno registrando un marcato incremento nel manifatturiero: +2,6% annuo nella prima metà del 2017 (-6,9% cumulato nel 2013-2016). Ciò è stato dovuto soprattutto al rialzo dei prezzi degli input intermedi, tra cui le commodity (+2,8%, dopo -8,1%). Anche il costo del lavoro per unità di pro-

Grafico 1.14



dotto (CLUP) registra un aumento significativo (+1,9%, dopo -1,7%). I prezzi alla produzione nel manifatturiero sono anch'essi in aumento (+2,0%, dopo -4,0%); nell'industria al netto dell'energia +1,8% annuo a luglio. Le imprese, a fronte del rialzo dei costi, hanno rincarato i listini, per contenere l'erosione della redditività.

**Accelera il deflatore del PIL** Nel primo semestre di quest'anno il deflatore del PIL è diminuito dello 0,1% rispetto al primo semestre del 2016, a causa principalmente del forte aumento dei prezzi all'import. Nella seconda metà del 2017 il CSC stima un'accelerazione della dinamica del deflatore dovuta all'apprezzamento dell'euro che ridurrà i prezzi all'import più di quelli all'export, i quali presentano generalmente una volatilità molto inferiore. Su base annua, il CSC prevede +0,8% nel 2017 e +1,2% nel 2018. Il PIL nominale sale quest'anno del 2,3% e l'anno prossimo del 2,5% (contro +1,9% e +2,1% stimati a giugno).

### 1.1.6 Finanza pubblica

**Migliora il deficit** Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 2,1% del PIL quest'anno (dal 2,4% nel 2016) e al 2,3% nel 2018 (Tabella 1.2).

Per il 2017 il deficit sarà 0,2 punti di PIL più basso di quanto previsto a giugno scorso, per effetto delle migliori prospettive di crescita nominale, e in linea con quello programmato dal Governo (inclusendo gli effetti della manovrina dello scorso maggio). Per il 2018 il deficit è stimato di 0,1 punti in meno che a giugno e di 1,0 punti più alto rispetto alle stime del Governo. Ciò per la diversa considerazione della clausola di salvaguardia che dovrebbe scattare il primo gennaio 2018 e che comporterebbe l'aumento delle aliquote IVA e delle accise sui carburanti per 0,9 punti di PIL<sup>3</sup>. La clausola è inclusa nel calcolo del deficit tendenziale dal Governo ed esclusa dal CSC, dato l'impegno politico di annullarla. Gli ulteriori 0,1 punti di PIL di scostamento dal deficit del Governo sono legati alla diversa previsione della dinamica del PIL nominale: 2,9% quella stimata dal Governo, 2,5% quella dal CSC.

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica					
(Valori in % del PIL)					
	2015	2016	2017	2018	Trend
Entrate totali	47,8	47,2	46,9	46,3	↘
Uscite totali	50,5	49,6	49,0	48,5	↘
Pressione fiscale apparente	43,3	42,9	42,5	42,0	↘
Pressione fiscale effettiva	49,0	48,5	48,0	47,5	↘
Indebitamento netto	2,7	2,4	2,1	2,3	↘
Indebitamento netto strutturale	1,0	1,8	1,9	2,2	↗
Saldo primario	1,4	1,5	1,8	1,5	↗
Saldo primario strutturale	3,1	2,2	2,0	1,5	↘
Debito pubblico	132,1	132,6	132,6	131,8	↘
Debito pubblico (netto sostegni)*	128,5	129,1	129,2	128,5	↗
<i>Per memoria, al netto del bonus 80 euro:</i>					
Entrate totali	47,2	46,6	46,3	45,7	↘
Uscite totali	49,9	49,0	48,4	48,0	↘
Pressione fiscale apparente	42,8	42,4	41,9	41,5	↘
Pressione fiscale effettiva	48,3	47,9	47,3	46,9	↘

\* Prestiti a paesi euro e quota di pertinenza dell'ESM.  
Trend 2015-2018.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Commissione europea.

<sup>3</sup> La clausola prevede che nel 2018 l'aliquota IVA del 10% salga all'11,5% e quella del 22% al 25%.

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell'andamento del ciclo e delle misure una tantum, è atteso all'1,9% del PIL nel 2017 (dall'1,8% del 2016) e al 2,2% nel 2018, quando la componente ciclica tenderà ad annullarsi.

Il saldo primario sale all'1,8% del PIL quest'anno (dall'1,5% nel 2016), per poi tornare all'1,5% nel 2018. In termini strutturali è stimato al 2,0% del PIL quest'anno (dal 2,2% del 2016) e all'1,5% l'anno prossimo.

**Diminuisce l'incidenza della spesa pubblica** La spesa pubblica cala al 49,0% del PIL nel 2017 (dal 49,6% nel 2016) e al 48,5% nel 2018, mentre aumenta in termini monetari (+1,0% nel 2017 e +1,5% nel 2018): quest'anno principalmente per l'aumento dei redditi da lavoro e delle prestazioni sociali. La spesa in conto capitale rimane al 3,4% del PIL nel 2017 per risalire al 3,5% nel 2018.

La spesa per interessi è stimata al 3,9% del PIL quest'anno (dal 4,0% nel 2016) e poi al 3,7% nel 2018, in linea con quanto stimato a giugno scorso. I rendimenti dei titoli di Stato, infatti, sono rimasti sugli stessi livelli.

**Prosegue la discesa della pressione fiscale** Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC al 46,9% del PIL quest'anno (47,3% nel 2016) e scenderanno ancora al 46,3% nel 2018.

La pressione fiscale si attesta al 42,5% del PIL nel 2017 (42,9% nel 2016) e al 42,0% nel 2018; al netto del bonus 80 euro che per ragioni contabili è classificato tra le uscite, sarà del 41,9% quest'anno e del 41,5% l'anno prossimo, il livello più basso dal 2008. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso è del 48,0% quest'anno e del 47,5% nel 2018.

Nei primi sei mesi dell'anno le entrate tributarie della PA sono risultate in aumento dello 0,6% rispetto allo stesso periodo del 2016. Il calo delle imposte dirette (-1,0%) viene più che compensato dall'aumento delle imposte indirette (+3,0%). La diminuzione delle dirette è ascrivibile al minor gettito IRES (-5,1%) connesso ad alcune novità introdotte dalla Legge di bilancio 2016: la riduzione dell'aliquota che incide sugli acconti (dal 27,5% al 25,0%), la deducibilità della svalutazione e delle perdite sui crediti per alcune tipologie di imprese, la razionalizzazione dell'ACE e la maggiorazione degli ammortamenti. Risulta, invece, in netto aumento il gettito IRPEF (+2,7%), nonostante il differimento delle scadenze di versamento per l'autoliquidazione; ciò è frutto delle entrate connesse alla *voluntary disclosure* e dell'andamento positivo delle imposte sui redditi da lavoro dipendente, in linea con quanto previsto dal CSC.

Tra le imposte indirette, cresce il gettito IVA: +4,6%, per l'andamento positivo di quella sugli scambi interni (+2,7%) e sulle importazioni da paesi extra-UE (+20,3%), quest'ultima per l'aumento del prezzo del petrolio rispetto all'anno precedente. Il maggior gettito IVA sugli scambi interni è superiore alla dinamica di consumi finali e investimenti registrata nello stesso periodo per effetto dello *split payment* che gonfia i versamenti all'erario in attesa del rimborso dei crediti.

**Comincia la discesa del debito** Il rapporto tra debito pubblico e PIL si ferma al 132,6% nel 2017 (come nel 2016) e inizia a scendere al 131,8% nel 2018. La dinamica è simile anche al netto dei

sostegni agli altri paesi europei: 129,2% del PIL nel 2017 (dal 129,1%) e 128,5% nel 2018. La stima CSC include 0,3 punti di PIL da dismissioni e una riduzione dei depositi del Tesoro presso le banche sia quest'anno sia nel 2018, come indicato nel Documento di economia e finanza (DEF).

**La manovra inciderà sul PIL del 2018** La previsione del CSC non include la manovra di bilancio per il 2018 perché sconosciuta nell'ammontare e nella composizione. Il Governo, a fine maggio, ha comunicato alla Commissione europea che nel 2018 intende migliorare il saldo di bilancio strutturale di 0,3 punti di PIL e tale obiettivo è stato accettato. Poiché nel DEF la correzione strutturale programmata era quantificata in 0,8 punti, ciò implica approvare una manovra netta di 0,5 punti di PIL inferiore a quanto indicato in precedenza e pari a 0,5 punti, che comporta una revisione al rialzo dell'obiettivo di deficit dall'1,2% all'1,7%-1,8% del PIL. L'azione sui saldi della prossima legge di bilancio, pari a circa 8-9 miliardi, può abbassare la crescita del PIL nel 2018, con una riduzione stimata dal CSC di circa 2 decimi di punto.

**Servono stimoli alla crescita...** Il Governo intende continuare a mantenere l'economia italiana sul crinale stretto tra la necessità di assicurare il graduale consolidamento delle finanze pubbliche e l'esigenza di favorire la crescita. Quest'ultima si concretizza con l'assicurare un forte aumento degli investimenti pubblici, una significativa riduzione del cuneo fiscale e contributivo per le assunzioni di giovani, e maggiori risorse per accrescere la coesione sociale. Tutto ciò richiede fondi aggiuntivi rispetto a quelli necessari per diminuire il deficit.

**...e riforme strutturali** D'altra parte, è necessario innalzare il potenziale di crescita dell'economia, ridotto dalla profonda e lunga crisi, per colmare il gap con gli altri paesi dell'Eurozona e garantire così la sostenibilità del debito pubblico. Infatti, la crescita del PIL a tassi strutturalmente inferiori a quelli del resto dell'Area euro può esporre il Paese, in una fase congiunturale meno positiva di quella attuale, al rischio di aspettative sfavorevoli dei mercati finanziari, dati l'enorme debito pubblico e la prevedibile fine degli acquisti dei titoli di Stato da parte della BCE. Perciò è indispensabile proseguire sulla strada delle riforme strutturali, qualunque sia l'esito delle elezioni politiche.

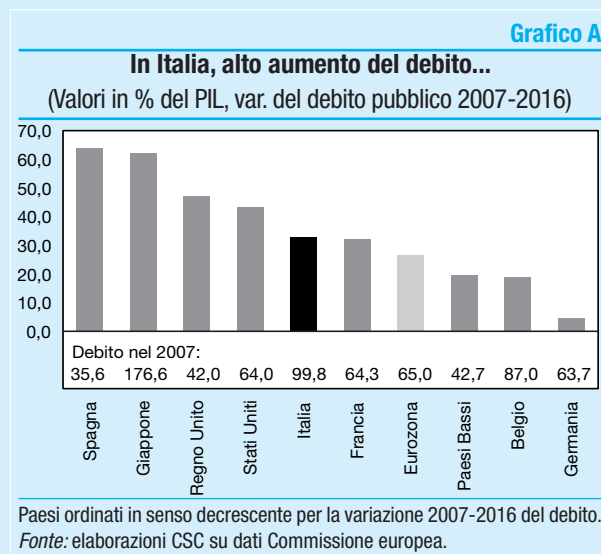
### Il rientro del debito pubblico italiano passa per la crescita

Negli ultimi dieci anni lo straordinario aumento del debito pubblico italiano in rapporto al PIL è legato principalmente alla recessione, che si è aggravata con la crisi dei debiti sovrani. L'incremento è stato analogo a quello osservato in Francia, pur avendo avuto una dinamica dell'economia molto inferiore, mentre il costo del debito, dovuto ai maggiori tassi di interesse e all'alto livello del debito, è stato superiore. Tutto ciò ha ridotto l'efficacia dell'azione sull'avanzo primario, analogo a quello tedesco e di gran lunga più alto di quello degli altri paesi avanzati, nel contenere l'innalzamento del debito. Senza un'accelerazione del PIL è difficile avviare una consistente e persistente riduzione del peso del debito.



## Straordinario l'aumento dei debiti pubblici con la crisi

Uno dei più evidenti lasciti della crisi è l'enorme aumento del debito pubblico nei paesi avanzati: tra il 2007 e il 2016 nell'insieme dell'Eurozona è stato di 26,5 punti di PIL, negli Stati Uniti di 43,4, nel Regno Unito di 47,2 e di 62,0 punti in Giappone (Grafico A). Nell'ambito dei grandi paesi dell'Eurozona, la Spagna ha registrato l'aumento del debito più elevato: tra il 2007 e il 2016 è salito di 63,8 punti di PIL; in Italia di 32,8, poco più che in Francia (32,2), nei Paesi Bassi di 19,5 punti, in Belgio di 18,9 e di solo 4,7 punti in Germania. In tutti i paesi, a parte Italia e Spagna, il debito è aumentato maggiormente tra il 2007 e il 2010 per il sostegno dato sia alle banche sia all'economia. In Italia e Spagna la crisi dei debiti sovrani del 2011-12, con la connessa caduta dell'attività economica e l'innalzamento del costo del debito, ha avuto effetti negativi sul debito maggiori di quelli della crisi finanziaria del 2008-2009: tra il 2011 e il 2014 il debito è aumentato di 40,3 punti di PIL in Spagna e di 16,4 in Italia.



### Perché non è sceso finora il debito in Italia?

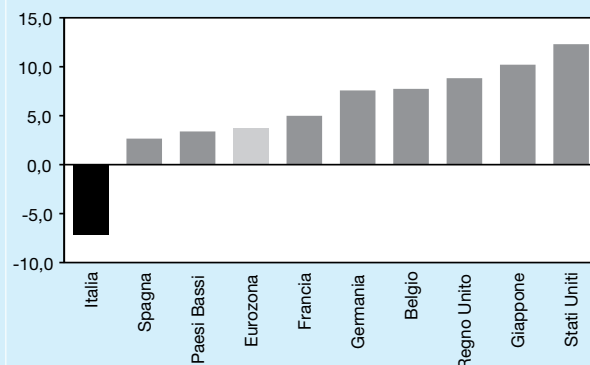
Nell'Eurozona dal 2015 è iniziato il rientro del peso del debito pubblico che invece è ancora aumentato in UK, USA e Giappone, sebbene a una velocità molto più contenuta di quella registrata tra il 2007 e il 2010. Tra i grandi paesi euro, l'Italia e la Francia non hanno registrato alcuna discesa, ma per ragioni molto diverse. Tali ragioni emergono chiaramente scomponendo la variazione del debito nelle sue cinque componenti: l'effetto del costo del debito, che è la spesa per interessi; la crescita reale e la dinamica dei prezzi, che determinano la crescita nominale del PIL che agisce sia sul denominatore del rapporto debito/PIL sia sul numeratore, attraverso il saldo primario del bilancio pubblico; il saldo primario stesso, che rappresenta il contributo della gestione annuale del bilancio pubblico alla riduzione/aumento del debito accumulato; l'aggiustamento stock-flussi, che è la componente residuale determinata da differenze nella contabilizzazione delle voci di bilancio tra valori di cassa e di competenza, variazione dei depositi attivi, scarti e premi di emissione di titoli, variazione dei cambi sulle passività in valuta e operazioni sul patrimonio pubblico (dismissioni, sostegni ad altri paesi e alle banche, pagamento debiti pregressi)<sup>1</sup>. L'Italia, tra i paesi considerati, ha registrato il più elevato contributo del costo del debito per effetto sia dell'alto debito sia dell'aumento dei tassi causato dalla crisi dei debiti sovrani: tra il 2007 e il 2016 la sola spesa per interessi ha determinato un aumento del debito di 41,2 punti di PIL, contro i 24,9 dell'insieme

Eurozona e 19,7 della Germania. Contemporaneamente è stato l'unico paese ad aver osservato un contributo negativo, anziché positivo, della crescita reale del PIL: -7,2 punti, contro i +3,8 punti dell'Eurozona e i +7,6 della Germania (Grafico B). L'aumento dei prezzi (misurato sul deflatore del PIL), pur agendo in riduzione del debito (per 8,4 punti di PIL nella media dell'Eurozona), ha contribuito in misura inferiore a quanto accaduto in UK (10,8 punti) e in USA (12,7 punti). All'aumento del debito italiano ha posto un argine l'enorme sforzo di bilancio compiuto sull'avanzo primario, che ha abbassato il debito di 11,1 punti di PIL, secondo solo a quello della Germania, che ha avuto però condizioni di crescita decisamente più favorevoli (Grafico C). Limitando l'analisi agli ultimi due/tre anni del periodo, le conclusioni rimangono identiche, poiché l'Italia è sì tornata a crescere ma meno di tutti gli altri paesi considerati, il deflatore è salito meno che in UK, USA e Giappone e quindi i due effetti insieme non compensano quello derivante dal costo del debito, nonostante il saldo primario sia ancora il secondo più elevato dell'Area euro. Senza un'accelerazione della dinamica del PIL, reale e nominale, è difficile che il debito possa essere ridotto in misura consistente e persistente. Una maggior crescita alleggerirebbe anche lo sforzo ancora necessario sull'avanzo primario.

Grafico B

## ...dovuto alla minor crescita...

(Valori in % del PIL, effetto crescita reale sul debito 2007-2016)



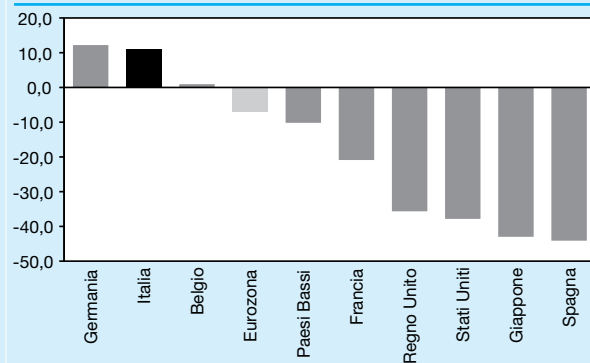
Contributo della crescita del PIL reale alla variazione del debito pubblico.  
+ = contributo positivo alla riduzione del debito.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Grafico C

## ...nonostante il grande sforzo sul saldo primario

(Valori in % del PIL, effetto saldo primario sul debito 2007-2016)



Contributo del saldo primario alla variazione del debito pubblico.  
+ = contributo positivo alla riduzione del debito.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

<sup>1</sup> La dinamica del debito pubblico è descritta dall'equazione:  $\Delta d_t = -SP_t + \left[ \frac{i_t - y_t}{1 + y_t} \right] d_{t-1} - SF_t$  dove  $d$  è il debito pubblico,  $SP$  il saldo primario,  $SF$  l'aggiustamento stock-flussi,  $y$  la crescita nominale e  $i$  il costo del debito. Per isolare le componenti relative alla crescita reale del PIL ( $r$ ) e il deflatore del PIL ( $p$ ) si è utilizzata l'approssimazione in Checchetti S, Mohanti M. e Zampolli F, (2010), The future of public debt: prospects and implications, BIS Working Paper n. 300:  $\Delta d_t = -SP_t + [i_t - r_t - p_t] d_{t-1} - SF_t$ .

## 1.2 Il contesto internazionale

### 1.2.1 Commercio mondiale

**Scambi globali in crescita...** La crescita mondiale si conferma robusta ed è sostenuta dal nuovo ciclo globale degli investimenti, beni fortemente *trade intensive*, e dalla risalita del manifatturiero, settore molto aperto agli scambi con l'estero. Tra le principali economie avanzate, si è rafforzata la ripresa in Europa (con una revisione all'insù delle stime soprattutto per l'anno in corso), mentre la crescita USA prosegue a ritmi moderati ma è condizionata dall'incertezza riguardo al varo delle misure annunciate dall'Amministrazione Trump. Tra quelle emergenti, continua l'atterraggio morbido cinese su ritmi di crescita più sostenibili, con un marginale ritocco al rialzo per il 2017 (che incorpora dati di inizio anno migliori delle attese); i paesi

esportatori di commodity beneficiano, infine, della modesta risalita nell'anno in corso dei prezzi delle materie prime, in linea con il profilo indicato nello scenario CSC di giugno. Nel complesso, la dinamica del commercio mondiale è sostenuta dal rafforzamento dei fattori ciclici sia di domanda sia di offerta e dal riequilibrio della crescita globale (specie nel 2017) a favore dei paesi europei, relativamente più aperti agli scambi con l'estero perché fortemente integrati.

**...a buoni ritmi** Gli scambi globali sono cresciuti a ritmi molto robusti a fine 2016 e inizio 2017, anche grazie al rimbalzo dell'import della Cina, dopo un biennio di estrema debolezza. Ci si attende che la loro dinamica prosegua a buon passo, con una stabilizzazione del contributo cinese. Permangono, comunque, alcuni fattori strutturali o comunque molto persistenti, più volte sottolineati dal CSC, che frenano la dinamica di PIL e commercio mondiali ben al di sotto dei ritmi pre-crisi: la normalizzazione della crescita cinese e degli altri emergenti, nel ritmo e nella composizione, con un minore apporto del settore estero; lo stop all'espansione delle catene globali del valore; il maggior ricorso a misure protezionistiche, spesso poco visibili o misurabili.

**Protezionismo e liberalizzazioni** Nei paesi del G-20 negli ultimi anni sono aumentati sia il ricorso a misure protezionistiche sia il numero di nuovi accordi commerciali<sup>1</sup>. Nell'ultimo meeting del G-20, comunque, è stata introdotta la possibilità di varare "misure difensive" per gli scambi

<sup>1</sup> Si veda CSC (giugno 2017), Nella globalizzazione tra protezionismo conclamato e nuove liberalizzazioni, *Scenari economici n.29*, pagg.49-50.

Tabella 1.3

Le esogene internazionali della previsione					
(Variazioni %)					
	2015	2016	2017	2018	Trend
Commercio mondiale	1,9	1,4	4,1	3,5	↘
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	53,0	45,1	52,0	52,0	↘
Prodotto interno lordo					
Stati Uniti	2,9	1,5	2,2	2,4	↘
Area euro	1,9	1,7	2,2	1,8	↘
Paesi emergenti	4,0	4,1	4,7	4,8	↗
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,11	1,11	1,13	1,18	↗
Tasso FED (effettivo) <sup>3</sup>	0,13	0,40	0,99	1,58	↗
Tasso a 3 mesi USA <sup>3</sup>	0,32	0,74	1,25	1,88	↗
Tasso BCE <sup>3</sup>	0,05	0,01	0,00	0,00	↘
Tasso a 3 mesi Area euro <sup>3</sup>	-0,02	-0,26	-0,32	-0,27	↘

<sup>1</sup> Dollari per barile; <sup>2</sup> livelli, <sup>3</sup> valori percentuali. Trend 2015-2018.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat, FMI, CPB.

mondiali. La clausola, voluta fortemente dall'Amministrazione Trump, è stata utilizzata dalla Commissione europea per implementare misure anti-dumping sull'acciaio venduto da Cina e Russia. I dazi imposti dall'esecutivo comunitario resteranno in vigore per cinque anni e avranno anche un effetto retroattivo.

**Previsioni riviste all'insù...** Nello scenario CSC le previsioni per il commercio mondiale sono riviste lievemente al rialzo: +4,1% nel 2017 (rispetto al +3,9% indicato in giugno) e +3,5% nel 2018 (+3,3%). Le stime di crescita del PIL globale sono sostanzialmente invariate al 3,0% sia quest'anno sia il prossimo (a cambi di mercato). Di conseguenza, l'elasticità del commercio al PIL, definita come il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali, dopo aver registrato valori molto bassi nell'ultimo biennio, sarà pari a 1,4 nel 2017 e tornerà verso l'unità nel 2018 (1,2), intorno ai livelli considerati coerenti con il *new normal* della crescita mondiale.

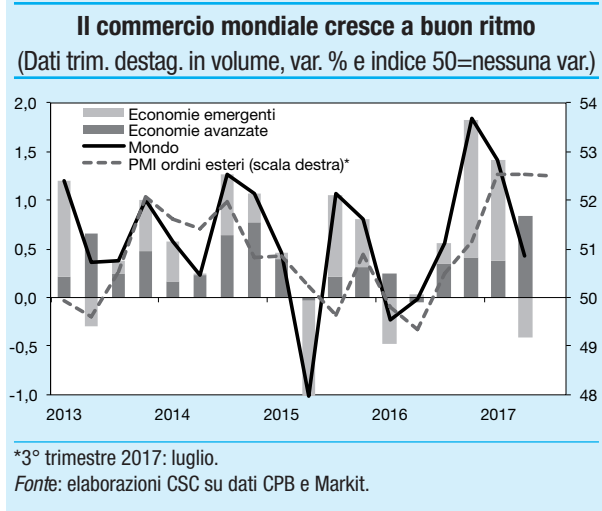
**...con rischi bilanciati** Come già indicato in giugno, le stime per il biennio previsivo, per la prima volta dopo anni, potrebbero essere ulteriormente riviste al rialzo; specie in uno scenario di ulteriore miglioramento delle aspettative di domanda e di accelerazione del ciclo degli investimenti, soprattutto nei paesi europei. I rischi sono, comunque, bilanciati. In particolare, sono numerose le incertezze su questioni politiche con esiti difficilmente prevedibili: il percorso ignoto della Brexit, gli interventi dell'Amministrazione Trump (anche in materia di politica commerciale) e le prossime scadenze elettorali (specie in Italia).

Inoltre, sono tuttora presenti significativi rischi al ribasso: una brusca frenata della Cina, un nuovo calo dei prezzi delle commodity (che penalizzerebbe la domanda di molte economie emergenti), un più forte indebolimento del dollaro (con un freno alla ripresa europea) e turbolenze dei mercati connesse alla riduzione delle politiche monetarie ultra-espansive di FED e BCE.

**Dinamica positiva a metà 2017...** Lo scenario congiunturale è moderatamente positivo. Il commercio mondiale è aumentato dello 0,4% nel secondo trimestre 2017 sul primo, dopo la rapida crescita registrata nei due trimestri precedenti. È stato frenato dalla correzione all'ingiù delle importazioni degli emergenti asiatici, Cina in testa (-1,8%), dopo due forti aumenti trimestrali. Hanno accelerato, invece, gli scambi con l'estero dei paesi europei (+1,7%), più che compensando lo stallo di quelli degli Stati Uniti (Grafico 1.15). In giugno la variazione acquisita del commercio mondiale per il 2017 è pari a +3,9% (un dato, comunque, potenzialmente soggetto a significative revisioni).

**...e buone le prospettive** Dopo una probabile correzione all'ingiù in luglio, dovuta ai dati negativi registrati in Asia, la crescita degli scambi mondiali è attesa proseguire a ritmi robusti nel terzo

Grafico 1.15



trimestre, stando ai principali indicatori qualitativi: la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale è salita in agosto ai massimi da sei anni e mezzo (53,4) e il Baltic index (che misura il costo di trasporto via nave delle materie prime) è risalito vicino ai livelli di aprile (dop da fine 2015). Tuttavia, l'ulteriore svalutazione del dollaro (indicatore correlato positivamente con il commercio globale) punta a una decelerazione nella parte finale dell'anno, anche perché agisce da freno agli scambi con l'estero dei paesi europei (solo parzialmente compensato dal maggiore contributo USA).

**Alti squilibri nei conti con l'estero:...** Nel 2016 gli squilibri di parte corrente sono rimasti sostanzialmente stabili nelle principali economie avanzate, mentre sono parzialmente rientrati in quelle emergenti. Nel biennio di previsione, secondo le stime dell'FMI, è atteso un riequilibrio ulteriore nelle economie emergenti e, lentamente, in quelle europee, mentre si amplierà il deficit degli Stati Uniti.

**...in rientro quelli degli emergenti,...** La stabilizzazione delle quotazioni delle commodity ha permesso di invertire nel corso del 2016 la tendenza all'ampliamento degli squilibri correnti nei paesi emergenti. La

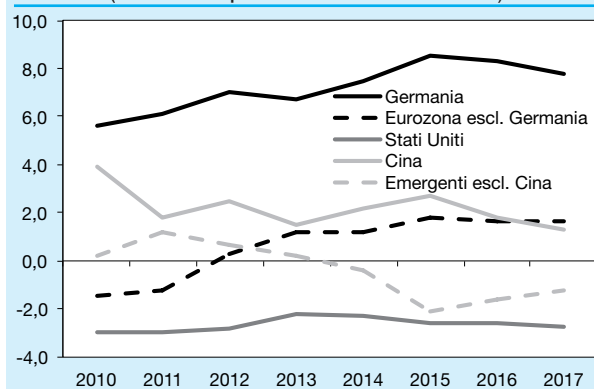
loro riduzione, infatti, aveva peggiorato le ragioni di scambio degli esportatori netti di petrolio e materie prime (Russia, Brasile e paesi OPEC) e quindi i loro saldi commerciali, mentre aveva migliorato quelle degli importatori netti (Cina, oltre che i principali avanzati). Inoltre, il parziale rientro del surplus cinese è stato favorito dalla ripartenza delle sue importazioni. La lenta risalita delle quotazioni delle commodity nel 2017 consoliderà il riequilibrio (Grafico 1.16).

**...ampia divaricazione tra gli avanzati** Nell'Area euro l'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio ha mantenuto elevati i surplus correnti nel 2016 (vicino ai livelli record del 2015): all'8,3% del PIL in Germania e all'1,6%, in media, negli altri paesi dell'area. Si è comunque registrata una lieve riduzione degli avanzi, che è proseguita nella prima metà del 2017 e potrebbe essere favorita dal rafforzamento dell'euro, che frena le esportazioni (anche se migliora le ragioni di scambio). Il rientro del surplus eccessivo tedesco, comunque, procede a ritmi ancora troppo lenti (si veda il riquadro *Surplus correnti record della Germania, a danno dello stesso risparmio tedesco*).

Il deficit corrente degli Stati Uniti, infine, è rimasto sostanzialmente stabile nel 2015-2016 ed è atteso ampliarsi nel 2017-2018 per effetto della robusta crescita delle importazioni; potrebbe essere contenuto, tuttavia, dall'indebolimento del dollaro, che aumenta la competitività delle esportazioni.

Grafico 1.16

### Ancora ampi squilibri nei conti esteri (Saldo delle partite correnti in % del PIL)



2017: 12 mesi fino a giugno per i paesi europei; prev. FMI per gli altri.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e FMI.

## Surplus correnti record della Germania, a danno dello stesso risparmio tedesco

Il saldo delle partite correnti della Germania è positivo dal 2002 ed è salito rapidamente fino al +6,7% del PIL nel 2007. Dopo una modesta correzione all'inizio della crisi, ha raggiunto un massimo dell'8,5% nel 2015; nella prima metà del 2017 è stato pari al +7,6% del PIL, secondo i dati destagionalizzati Bundesbank.

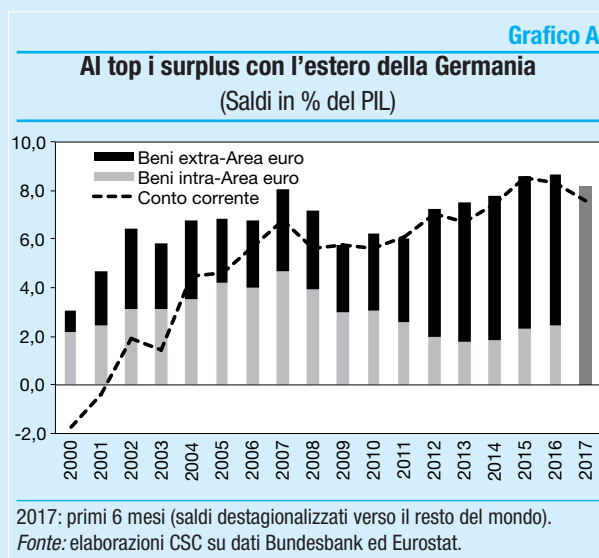
Questi livelli sono considerati eccessivi secondo gli stessi parametri della Commissione europea, più tolleranti dal lato degli attivi rispetto a quello dei passivi: il cosiddetto *Six-pack*, infatti, sancisce che un surplus non debba superare il 6% del PIL nella media degli ultimi tre anni, mentre il limite per il deficit è fissato al 4%.

Il surplus tedesco rimarrà ampiamente sopra la soglia 6% molto a lungo: secondo le previsioni FMI, nel 2022 la media triennale sarà ancora pari al 7,5% del PIL. Al contrario, i saldi dei paesi europei che avevano registrato un deficit con l'estero eccessivo (come Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna) o vicino al limite (come l'Italia) sono tutti risaliti velocemente, via riduzione della domanda interna e deflazione competitiva.

La correzione asimmetrica degli squilibri nei conti con l'estero ha aggravato e allungato la recessione europea, come osservato in più occasioni dal CSC<sup>1</sup>. Allo stesso tempo, i surplus eccessivi e persistenti della Germania, insostenibili nel lungo periodo, hanno danneggiato gli stessi consumatori e risparmiatori tedeschi.

Chi difende la posizione della Germania cita solitamente tre argomentazioni: primo, il surplus è determinato dalla competitività delle merci tedesche; secondo, l'avanzo commerciale della Germania nei confronti degli altri paesi europei è rientrato; terzo, il risparmio tedesco ha finanziato i debiti dei paesi periferici e sono dunque questi ultimi a dover sopportare il costo del riequilibrio, come nella storia della formica e della cicala. Sono, però, tesi parziali, che ignorano alcuni fondamentali principi macroeconomici.

In primo luogo, è vero che la bilancia commerciale costituisce la voce più rilevante delle partite correnti e, quindi, le sue variazioni guidano, in molti casi, la dinamica del saldo complessivo. Nel



<sup>1</sup> Si veda CSC (dicembre 2014), Area euro: correzione zoppa degli squilibri nei conti con l'estero, *Scenari economici n.22*, pagg. 35-40 e Pignatti M. (gennaio 2015), La Germania rende zoppa la correzione dei conti esteri dentro l'Area euro, *Nota dal CSC n.15-3*.

caso della Germania, in particolare, i surplus commerciale e corrente sono andati di pari passo e sono simili nel livello, a partire dal 2009; mentre nei primi anni Duemila il miglioramento dei conti con l'estero è stato favorito anche dalla salita dei saldi dei servizi e dei redditi primari (da lavoro e da capitale; Grafico A).

Ciò che conta, comunque, è l'export netto, cioè la differenza tra esportazioni e importazioni. I guadagni di competitività tedeschi, soprattutto attraverso politiche di moderazione salariale, hanno favorito le prime e, allo stesso tempo, frenato le seconde, perché hanno penalizzato i consumi delle famiglie, già strutturalmente bassi. Durante la crisi la debolezza della domanda interna, in assenza di un significativo stimolo di bilancio pubblico, ha rallentato la dinamica del PIL, anche in Germania: minore domanda significa produzione e investimenti più bassi, che a loro volta riducono la domanda, e così via. È il paradosso della parsimonia di Keynes: una maggiore propensione al risparmio può portare a minori PIL e risparmio.

In effetti, nei conti nazionali l'export netto è pari, per definizione, all'eccesso del risparmio sugli investimenti. Contabilmente, l'aumento delle esportazioni nette tedesche, in percentuale del PIL, è stato associato a un incremento del risparmio e a una sostanziale stabilità degli investimenti; il maggiore risparmio è stato dovuto, in particolare, a un calo dei consumi finali delle famiglie di circa quattro punti di PIL rispetto alla media degli anni Duemila pre-crisi (al 51,5% nel 2016), mentre i consumi pubblici sono aumentati solo di un punto (al 19,6%). In altre parole, i tedeschi hanno tirato la cinghia.

Parte di questo eccesso di risparmio dipende da fattori strutturali dell'economia tedesca. Il più rilevante è l'invecchiamento atteso della popolazione, che, in combinazione con un'età media già elevata, produce una forte motivazione a risparmiare per finanziare il consumo in età avanzata. Tuttavia, tali fattori, nel complesso, possono spiegare solo parzialmente l'attuale livello del surplus corrente tedesco. Secondo stime FMI, infatti, nel 2016 il saldo corrente coerente con i fondamentali economici di medio-lungo periodo è inferiore di 4,5 punti di PIL rispetto a quello effettivamente realizzato; nel mondo solo Singapore e Thailandia, oltre alla Germania, presentano surplus "sostanzialmente più forti", cioè superiori di più di 4 punti di PIL, di quello stimato in base ai fondamentali<sup>2</sup>.

In secondo luogo, il surplus commerciale tedesco si è effettivamente ridotto nei confronti degli altri paesi dell'Area euro, mentre si è ampliato nei confronti dei paesi extra-area. Il rientro del surplus tedesco intra-area è stato comunque parziale e si è interrotto negli ultimi anni: dal massimo del 4,7% del PIL nel 2007 è sceso all'1,8% nel 2013, ma è poi risalito al 2,5% nel 2016. Inoltre, l'aspetto più rilevante è che la dinamica del saldo intra-area dal 2011 in poi risulta da un calo di entrambi i flussi commerciali, in percentuale del PIL: più pronunciato per l'export che per l'import nel 2012-2013 (con una discesa del surplus) e viceversa nel 2015-2016. Per quanto riguarda la dinamica extra-area, invece, a un calo dell'import è stata associata una sostanziale stabilità dell'export (Grafico B).

<sup>2</sup> Si veda FMI (luglio 2017), 2017 External Report, *IMF Policy Paper*.

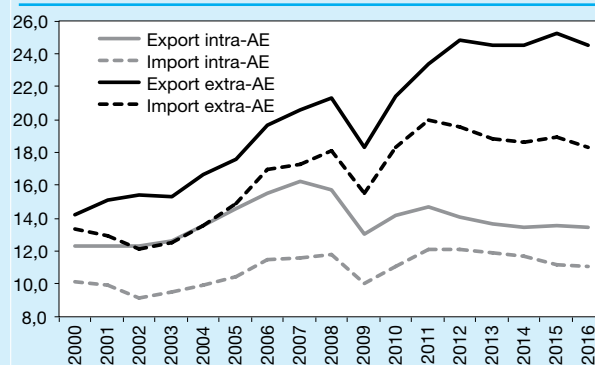
In altre parole, la riduzione delle importazioni tedesche ha contribuito alla generale debolezza della domanda europea, accentuando la spirale negativa per investimenti e PIL. Negli scambi con l'estero ha agito un ulteriore canale di trasmissione, via catene internazionali del valore: la minore produzione delle imprese a valle, tipicamente tedesche, dovuta alle loro minori esportazioni nel resto dell'Area euro, si è tradotta in minore domanda di semilavorati per le imprese a monte. Un canale rilevante, data l'elevata frammentazione internazionale della produzione all'interno della fabbrica Europa.

In un'ottica europea, quindi, i flussi commerciali tra i paesi membri dell'UE costituiscono domanda interna (sia di beni finali sia di prodotti intermedi), sulla quale il mercato unico, con la sua stazza e la presenza di acquirenti sofisticati e con alto potere d'acquisto, è naturalmente incentrato<sup>3</sup>. Il modello tedesco da piccola economia aperta non è applicabile su scala continentale.

Infine, i surplus tedeschi hanno finanziato, per definizione contabile, i deficit degli altri paesi, in particolare di quelli periferici europei prima della crisi. I risparmiatori tedeschi detengono così, sia direttamente sia indirettamente, attività nette nei confronti di questi paesi (ma anche, per esempio, degli USA). Secondo i commentatori pro-posizione tedesca, questo legame è tenuto in vita artificialmente dalle politiche iper-espansive della BCE, che si riflettono tecnicamente nei saldi Target2 tra le banche centrali nazionali, con interessi nulli pagati sui debiti; cosicché il peso degli eccessi delle cicale della periferia europea ricade ingiustamente sulla formica tedesca<sup>4</sup>. La metafora, però, è fuorviante, come appare chiaro già nell'analisi precedente. Al di là del giudizio morale, credito e debito sono evidentemente due facce della stessa medaglia; di conseguenza, se le altre economie entrano in crisi, i tedeschi ne hanno un danno anche attraverso la svalutazione della ricchezza accumulata in attività di quelle economie.

L'accumulazione di una posizione netta positiva dei paesi in surplus nei confronti di quelli in deficit non può andare avanti indefinitamente. In regime di cambi flessibili, i movimenti valutari agiscono da stabilizzatori automatici, con un apprezzamento relativo della valuta del paese in attivo, quando cessa il finanziamento volontario dei deficit. Altrimenti, in assenza di correzioni da parte delle politiche economiche, i mercati iniziano a dubitare della capacità dei paesi in deficit di ripagare il debito e i titoli emessi nella loro valuta perdono valore. In entrambi i casi, le attività nette del paese in surplus tendono a registrare aggiusta-

**Grafico B**  
**In calo gli scambi tedeschi con i paesi dell'Eurozona**  
(Dati in % del PIL)



AE: Area euro

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

<sup>3</sup> Si veda CSC (giugno 2017), *L'Europa a un bivio: integrazione o disaffezione*, *Scenari economici n. 29*, cap. 2.

<sup>4</sup> Si veda Sinn H.W., *Come ridurre il surplus tedesco*, il Sole24Ore, 3 agosto 2017.



menti negativi di valutazione e quindi l'investimento estero si rivela un cattivo affare per i risparmiatori (come si osserva nella maggioranza degli episodi storici).

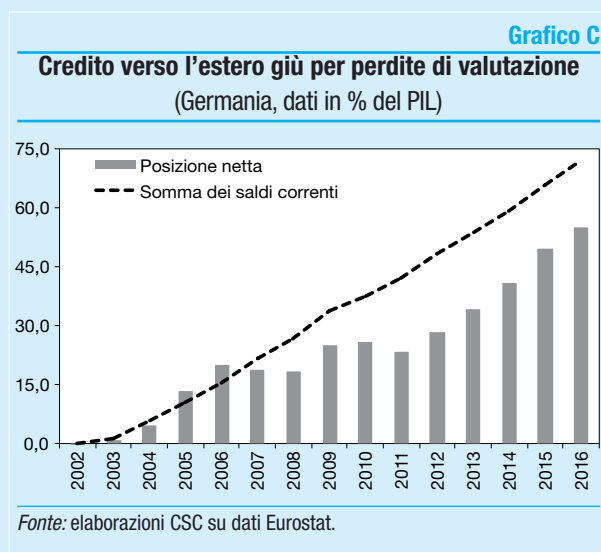
In casi estremi si verifica una crisi finanziaria e/o valutaria del paese debitore, con un crollo del valore delle attività nette verso l'estero del paese in surplus. È ciò che è accaduto nella crisi dei debiti sovrani europei nel 2010-2011 e, prima, nella crisi finanziaria generata dai mutui *sub-prime* americani (2007-2008). In quegli anni la posizione netta verso l'estero della Germania ha subito pesanti correzioni al ribasso. Negli anni più recenti il valore delle attività tedesche è stato sostenuto dall'intervento della BCE. Dopo il 2011, anche grazie alle politiche monetarie non convenzionali della BCE, la posizione

netta verso l'estero della Germania è aumentata più rapidamente dell'accumularsi dei suoi surplus correnti, grazie alla ripresa del valore degli asset dei paesi periferici. A fine 2016 era pari al 54,9% del PIL; porta, tuttavia, ancora il segno della crisi, essendo inferiore di ben 17,0 punti di PIL al livello che si ottiene cumulando tutti gli avanzi di parte corrente registrati dopo il 2002 (Grafico C). In altre parole, c'è stata una distruzione di parte dell'eccesso di risparmio tedesco, cosicché i cittadini tedeschi non solo hanno rinunciato a consumi e accettato salari più bassi rispetto ai guadagni di produttività, ma hanno visto poi parzialmente (e inevitabilmente) vanificare questi sforzi.

La fase di ripresa più robusta nell'Eurozona avvicina l'inizio della normalizzazione della politica monetaria, anche perché rassicura i mercati circa la sostenibilità dei debiti esteri dei paesi periferici. È una fase delicata e richiede un rinnovato sforzo congiunto e simmetrico di riequilibrio sostenibile dei fondamentali economici dei paesi europei.

I paesi periferici devono continuare a fare i compiti a casa, proseguendo lungo la strada delle riforme strutturali per guadagnare competitività e favorire la crescita. Ma il percorso sarebbe ancora troppo lungo e a rischio di nuovi inciampi in assenza di una decisa politica tedesca di rafforzamento dei salari e dei consumi, con un forte stimolo alla domanda e una maggiore inflazione, anche con misure espansive di bilancio.

Ciò consentirebbe un aggiustamento lungo più direzioni: maggiori importazioni ed esportazioni tedesche e dei periferici, dunque una maggiore domanda interna europea, e un riallineamento della competitività di prezzo senza spinte deflazionistiche. A tutto vantaggio delle stesse famiglie tedesche, in termini di maggiore crescita del reddito, standard di vita più elevati e maggiore valore dei propri risparmi.



## 1.2.2 Eurozona

### Nel primo semestre la ripresa è più forte...

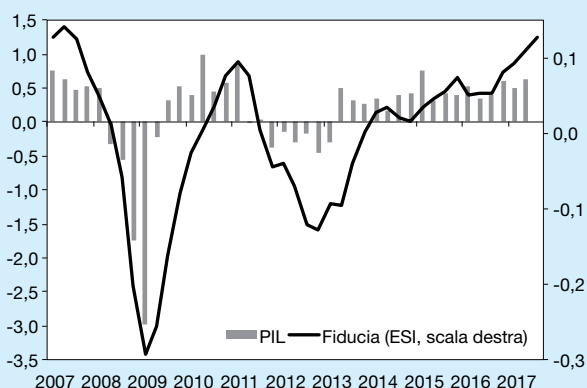
L'economia dell'Area euro ha accelerato nella prima metà del 2017 realizzando un +1,2% congiunturale (+2,4% annualizzato), sintesi di +0,5% nei primi tre mesi (rivisto di recente al ribasso di un decimo di punto da Eurostat) e di +0,6% nei mesi primaverili (Grafico 1.17). A sostenere la crescita è stata la domanda interna, aumentata a un ritmo dello 0,8% nei primi sei mesi. Tra le componenti della domanda, sono aumentati maggiormente gli investimenti fissi lordi (+1,1% nel secondo trimestre dal -0,3% nel primo), seguiti dai consumi delle famiglie (+0,5% in entrambi i trimestri), stimolati, da un lato, da un monte retributivo in aumento, grazie al buon andamento del mercato del lavoro e nonostante l'aumento dell'inflazione, e, dall'altro, dalla diminuzione della propensione al risparmio.

**...ma ancora sbilanciata** A trainare l'espansione registrata nella prima metà dell'anno è stata la principale economia dell'area, la Germania, con un contributo alla crescita semestrale di 0,3 punti percentuali (il 29% dell'1,2%). In altri termini, l'onere di iniettare crescita all'intera area non è ancora equamente distribuito e non solo tra centro e periferia, ma anche tra le economie più importanti in termini di grandezza relativa del PIL. La performance congiunturale relativa registrata nel primo semestre avrebbe dovuto essere direttamente proporzionale al rispettivo peso economico. Invece, l'Italia, pur in ripresa, sta fornendo un apporto sottodimensionato (0,1 punti percentuali, equivalente all'11%) rispetto alla propria importanza economica (16%), come la Francia con lo 0,2% (il 18% di 1,2%) al contrario di Spagna e Paesi Bassi, la cui spinta è viceversa sovradimensionata.

**Le previsioni del CSC** L'incremento dei primi sei mesi, sommato alla dote lasciata dal 2016 (+0,8% il trascinarsi), fornisce una crescita acquisita dell'1,8% che si traduce nelle stime del CSC in una crescita media annua del 2,2%, ipotizzando per il secondo semestre una velocità di crescita poco inferiore a quella del primo. I dati qualitativi disponibili per il terzo trimestre convalidano questa ipotesi. In particolare, l'indicatore sintetico di fiducia della Commissione europea (ESI) è ai massimi dal 2007 (111,6 la media di luglio-agosto a fronte di uno storico di 100,8), grazie al miglioramento registrato sia sul fronte delle imprese, coralmemente in tutti i comparti produttivi, costruzioni incluse, sia sul fronte delle famiglie la cui fiducia è al livello più alto da maggio 2001 (-1,6 il saldo bimestrale). Il valore dell'ESI è coerente con un tasso di crescita del PIL intorno allo 0,7% nel terzo trimestre.

Grafico 1.17

**Dalla fiducia nuovo slancio al PIL**  
(Var % cong.; dati trim. destag.; differenze % da media storica)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

## Dal *Fiscal compact* a una politica di bilancio europea?

Il *Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione economica e monetaria*, chiamato comunemente *Fiscal compact* (FC) o *Patto di bilancio*, è stato stipulato a marzo del 2012 ed è entrato in vigore all'inizio del 2013. È un trattato intergovernativo sottoscritto da 25 paesi membri dell'UE, fra cui tutti i paesi euro. Non è, quindi, parte del corpo giuridico europeo. Vi entrerà se, come in esso previsto, entro cinque anni, ossia entro la fine del 2017, gli stati firmatari avvieranno, sulla base di una valutazione degli effetti prodotti, il processo per incorporarne i contenuti nella legislazione europea. Quindi è giunto il tempo di fare un bilancio dell'FC.

### Le innovazioni del *Fiscal compact*

Il contenuto innovativo dell'FC è piuttosto limitato. È intervenuto in modo marginale sui vincoli di bilancio previsti dal Patto di stabilità e crescita, inasprendoli. Le principali novità introdotte sono:

- il saldo di bilancio pubblico strutturale è considerato in pareggio se è in deficit di non oltre lo 0,5% del PIL, l'1% qualora il rapporto debito pubblico/PIL sia inferiore al 60%. In precedenza era l'1% comunque;
- in caso di deviazioni significative dal percorso verso il raggiungimento dell'obiettivo di bilancio di medio termine (MTO) o dall'MTO stesso (è significativa una deviazione pari allo 0,5% del PIL in un anno o cumulativamente in due anni consecutivi), ciascun paese deve prevedere un meccanismo automatico di correzione dei conti pubblici in un tempo definito, la cui efficacia deve essere monitorata da istituti nazionali indipendenti (in Italia, dall'Ufficio parlamentare di bilancio). In precedenza non era previsto alcun meccanismo correttivo, tanto meno automatico;
- infine, il Trattato formalizza l'istituzione e la calendarizzazione dell'Euro Summit, l'incontro dei capi di governo dei paesi dell'Eurozona, che devono riunirsi almeno due volte l'anno, per discutere la governance dell'Area euro e gli orientamenti strategici della politica economica. L'Eurogruppo (ossia l'insieme dei ministri dell'economia e delle finanze) diventa quindi supporto tecnico alle decisioni strategiche dell'Euro Summit.

L'FC include, e quindi politicamente ribadisce, una serie di regole di bilancio pubblico ("regole d'oro") già inserite all'interno della legislazione europea, in particolare quelle approvate nel 2011, con il *Six pack*, che avevano irrigidito i vincoli già contenuti nel Patto di stabilità e crescita. Infatti, il *Six pack* ha introdotto la regola della spesa<sup>1</sup>, che affianca la dinamica del saldo strutturale nel valutare la posizione di bilancio pubblico dei singoli stati membri, e

<sup>1</sup> La regola della spesa è uno dei due pilastri su cui si basa la conformità degli stati membri alle regole introdotte dal *Six Pack* che hanno emendato il Patto di stabilità e crescita. Gli stati membri, che non hanno ancora raggiunto il MTO, devono assicurarsi che la spesa pubblica, al netto degli interessi delle spese per fondi europei e della componente ciclica delle indennità di disoccupazione, cresca a un tasso minore rispetto a quello del PIL potenziale di medio periodo (media triennale).

quella sul rientro del debito pubblico, fino ad allora non vincolato, per i paesi che hanno un rapporto debito/PIL superiore al 60%<sup>2</sup>.

La scarsa rilevanza innovativa dell'FC, paradossalmente, rafforza il valore politico di una impostazione della politica di bilancio che tiene poco conto della situazione economica congiunturale. È l'approccio che ha ispirato la gestione europea della crisi.

### Come ha funzionato?

La valutazione dell'FC di fatto rinvia, quindi, alla valutazione di tale impostazione della politica di bilancio. Questa ha fatto adottare massicce e simultanee politiche di austerità che hanno avuto gravi conseguenze economiche, accentuate dalla contemporanea e connessa stretta creditizia, nei paesi periferici dell'Area euro, il cui potenziale di crescita è stato diminuito e il cui reddito pro-capite è arretrato in assoluto e rispetto a quello dei paesi *core*, provocando una divergenza che è contraria agli obiettivi costitutivi dell'Unione europea. Perfino i conti pubblici, in termini di livello di debito, sono diventati meno solidi.

La restrizione complessiva nell'Eurozona tra il 2011 e il 2014, in termini strutturali, è stata pari a 3,2 punti di PIL e pari a 4,3 punti nei paesi periferici: in Grecia 12,4 punti, in Portogallo 6,7, in Spagna 5,4 e in Italia 2,2 punti. La restrizione nei periferici non è stata controbilanciata da un'espansione nei paesi *core*, che, sebbene avessero spazi di bilancio per farlo, hanno invece adottato complessivamente misure restrittive per 2,7 punti di PIL: 2,6 punti in Germania, 2,9 in Francia e 3,0 nei Paesi Bassi (unica eccezione la Finlandia che ha peggiorato il saldo strutturale di 0,5 punti di PIL).

Nei paesi periferici le correzioni di bilancio sono state poste in essere in un quadro di ampio sottoutilizzo della capacità produttiva (*output gap* negativi e consistenti) che avrebbe richiesto politiche di sostegno della domanda. In queste condizioni la teoria economica suggerisce politiche espansive o almeno non restrittive. Al contrario, le politiche adottate hanno approfondito e prolungato la recessione con effetti moltiplicativi maggiori proprio a causa della già elevata debolezza. Cosicché, anziché stabilizzare il debito pubblico, hanno finito per farlo aumentare più rapidamente in rapporto al PIL: nei periferici è salito di 20,0 punti di PIL tra il 2010 e il 2014 (Grafico A). Restrizioni pro-cicliche sono sostenibili a livello di singoli paesi membri solo in presenza di consistenti politiche anti-cicliche a livello sovranazionale, in grado di sostenere la domanda aggregata, in modo analogo a ciò che è avvenuto durante la crisi negli Stati Uniti.

<sup>2</sup> Se il rapporto debito pubblico/PIL è superiore al 60%, gli stati membri devono ridurlo annualmente al tasso di 1/20 della differenza tra il valore effettivo e la soglia del 60%. Nella verifica del rispetto di tale regola, la Commissione europea ha previsto che, se lo stato membro non riesce a ridurre il debito al ritmo di 1/20, l'infrazione si ha solo se il debito risulta superiore anche a due ulteriori *benchmark*, il *forward looking* (il debito calcolato al tempo t+2 che sconta una riduzione annuale di 1/20 del debito previsto ed effettivo nei tre anni precedenti) e il debito corretto per il ciclo (ottenuto correggendo il debito per la componente ciclica del deficit e la dinamica del PIL in modo da eguagliarla a quella del PIL potenziale nei tre anni precedenti).

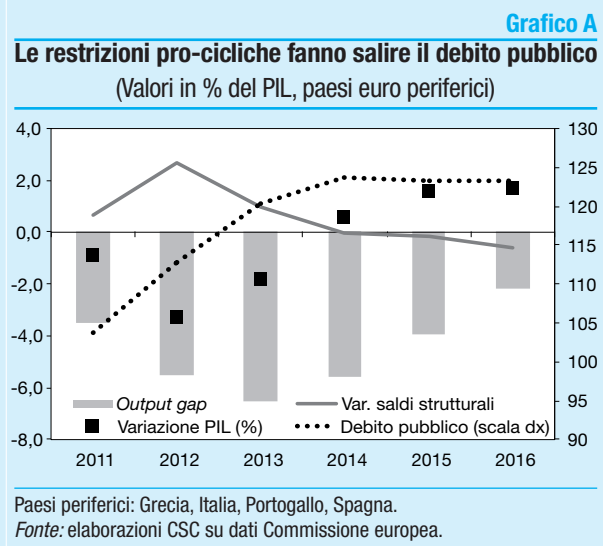
Dato l'elevato livello di integrazione economica e finanziaria tra i paesi dell'Unione, la crisi dei paesi periferici ha trascinato giù anche la crescita dei paesi *core*: la Germania è passata da un tasso di aumento del PIL del 4,1% nel 2010 e del 3,7% nel 2011 allo 0,5% sia nel 2012 sia nel 2013; la Francia dal 2,0% e 2,1% è scesa allo 0,2% e 0,6%.

Negli ultimi anni il ritorno alla crescita dell'Eurozona è coinciso con l'allentamento della stretta sui conti pubblici: nel 2014 la restrizione è scesa a 0,3 punti e nel 2015 e 2016 la variazione del saldo strutturale è stata nulla.

Questo cambio di passo della politica di bilancio è avvenuto grazie anche all'introduzione delle clausole di flessibilità che hanno consentito ad alcuni paesi di rallentare il percorso di riequilibrio dei conti pubblici.

Gli esiti di queste politiche suggeriscono di trasformare la verifica dell'FC, e la valutazione dell'opportunità di inserirlo nella legislazione europea, nell'occasione per fare sostanziali progressi verso una politica di bilancio comune a tutta l'Area euro, per fronteggiare gli shock e supportare l'azione della politica monetaria<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Per l'illustrazione delle proposte Confindustria di rilancio dell'Unione europea si rimanda a CSC (giugno 2017), *L'Europa a un bivio: integrazione o disaffezione*, *Scenari economici n. 29*.



### 1.2.3 Stati Uniti

**Crescita moderata** Nel secondo trimestre il PIL USA ha registrato una robusta accelerazione trainata da consumi e investimenti fissi (+3% annualizzato da +2,6% della prima stima). La previsione CSC è confermata per il 2017 al 2,2%, invece è rivista al ribasso per il 2018, al 2,4% dal 2,5% di giugno, a causa di incertezza sulla dimensione e sulla tempistica delle misure espansive di politica di bilancio annunciate.

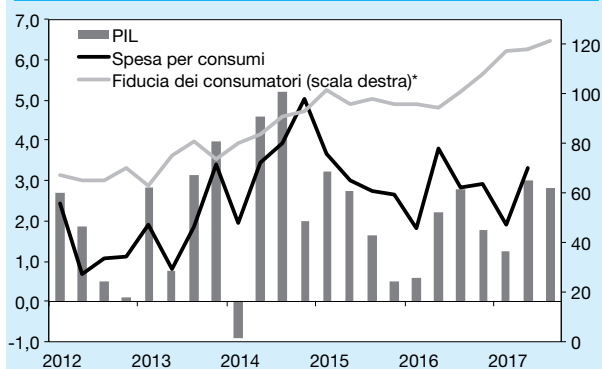
**Il mercato del lavoro alimenta i consumi...** In luglio ed agosto i dati del mercato del lavoro restano soddisfacenti (+173mila gli occupati non agricoli in media al mese nel bimestre estivo, da +185 nei dodici mesi precedenti) e gli indici di fiducia dei consumatori hanno registrato ancora un record (in agosto l'indice di *Conference Board* è salito a 122,9 da 120 di giugno). Tuttavia, la crescita debole delle retribuzioni (in agosto +2,5%, come nei quattro mesi precedenti) e il calo del tasso di risparmio (in luglio al 3,5% dal 6,3% di due anni prima) costituiscono un freno.

**... che sostengono la crescita** La dinamica nel terzo trimestre rimane discreta, grazie al contributo chiave dei consumi e al rafforzamento della domanda mondiale, anche se dovrà scontare gli effetti dell'uragano Harvey. Le vendite al dettaglio in luglio hanno registrato un netto aumento (+0,6% su giugno rivisto al rialzo). La previsione CSC per il terzo trimestre è di +2,8% annualizzato (Grafico 1.18). Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei hanno riaccelerato in luglio (+0,4% su giugno), confermando la fase favorevole attraversata dagli investimenti industriali. Ad agosto per il manifatturiero l'indice ISM è salito di due punti e mezzo a 58,8 da 56,3 di luglio. L'indice per i nuovi ordini si è confermato a 60,3. Battuta d'arresto in luglio di nuovi cantieri e permessi di costruzione residenziali. Tuttavia lo stock di case vendute, la cui costruzione non è ancora iniziata, e gli elevati prezzi (in giugno l'aumento tendenziale dell'indice S&P/Case-Shiller, ai massimi dal 2007, è stato del 5,7%) segnalano una carenza d'offerta.

**Ma per il 2018 rischio al ribasso** In agosto si è delineato un accordo sui contenuti della riforma tributaria ma i tempi di approvazione sono ormai risicati (l'anno fiscale inizia il 1° ottobre) e il dibattito politico è turbolento attorno a questioni chiave (innalzamento del limite del debito, finanziamento del muro con il Messico con minaccia del blocco delle attività amministrative del Governo, immigrazione, revisione del NAFTA). L'incertezza sul varo delle misure espansive di bilancio comporta un rischio al ribasso ulteriore di circa mezzo punto di PIL sulla crescita nel 2018.

Grafico 1.18

**In USA crescita solida ma sotto le attese**  
(Var. % congiunturali annualizzate e indice 1985=100)



\*3° trimestre: media luglio-agosto.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

### 1.2.4 Giappone

**Alto ritmo di crescita...** Nel secondo trimestre del 2017 il PIL giapponese ha registrato un incremento congiunturale dello 0,6% (seconda revisione; +2,5% annualizzato), un ritmo molto elevato che rientra nelle normali oscillazioni lungo il debole trend espansivo nel medio-lungo periodo. A imprimere questa accelerazione sono state le esportazioni verso i paesi asiatici e le manovre di bilancio supplementari espansive messe a punto nel 2016, che stanno gradualmente producendo effetti quest'anno. A livello settoriale, resta solida l'espansione del settore manifatturiero che ad agosto ha registrato 52,2 (da 52,1), saldamente al di sopra della soglia di 50 (Grafico 1.19).

**...ma già si intravede un rallentamento** La fiducia delle famiglie scende ad agosto di 0,5 punti posizionandosi a 43,3, al di sotto della soglia neutrale di 50 punti in tutte le sottocomponenti dell'indice.

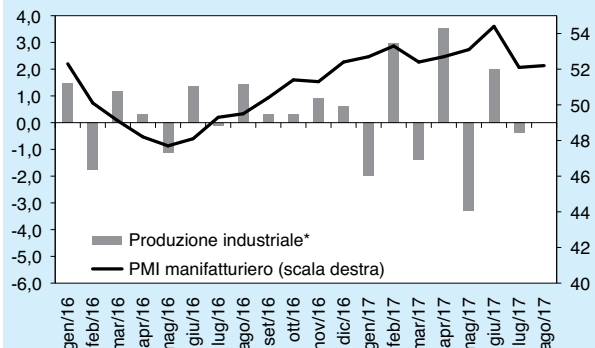
### 1.2.5 Regno Unito

**L'economia britannica accelera...** La crescita dello 0,3% congiunturale per il secondo trimestre è leggermente migliore di quella nel primo (+0,2%), ma rimane bassa rispetto al recente passato; la spinta è venuta dai servizi (+0,5%), che hanno compensato il calo della produzione manifatturiera (-0,6%).

**...ma frenano consumi e investimenti** Nel secondo trimestre si registrano un ulteriore rallentamento dei consumi (+0,1% da +0,2% del primo trimestre) e degli investimenti (+0,1% da +0,6%; Grafico 1.20). Pesa l'incertezza connessa alla Brexit (si veda il riquadro *Brexit: negoziazioni dall'esito ancora molto incerto*), sulla sterlina (in agosto -12,5% sul dollaro rispetto ai livelli pre-Brexit, più marcata, nell'ordine del -15,8% la svalutazione rispetto all'euro) e, quindi, sull'inflazione (+2,6% annuo in luglio, come in giugno). Il CSC lascia invariate le previsioni del PIL per l'economia britannica: nel 2017 +1,6% e nel 2018 +1,5% (+2,2% ancora nel 2015).

Grafico 1.19

#### In Giappone attività manifatturiera in espansione (Variazioni %; dati mensili; 50=soglia neutrale)

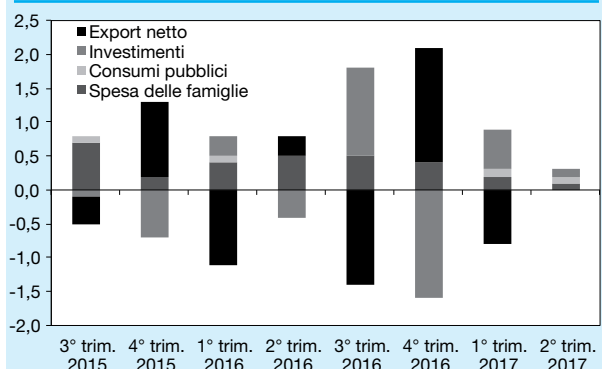


\*Luglio 2017: dati preliminari.

Fonte: elaborazioni CSC su dati MET e Markit.

Grafico 1.20

#### UK: rallentano consumi e investimenti (Contributi % alla crescita del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

## Brexit: negoziazioni dall'esito ancora molto incerto

Il 19 giugno 2017 sono iniziate le trattative per l'uscita del Regno Unito dall'UE, con uno scarto di quasi tre mesi rispetto alla data di attivazione dell'articolo 50 dei Trattati Europei da parte del Primo Ministro May (29 marzo 2017). Il ritardo è dovuto alla nuova tornata elettorale in UK tenutasi l'8 giugno e che ha portato a una riduzione dei seggi per i conservatori in parlamento tale da far perdere loro la maggioranza (*hung parliament*). Dall'apertura delle trattative è iniziata la serie di *round* negoziali ed entrambe le parti hanno proceduto alla pubblicazione di *position papers*, volti a preparare le discussioni in vista degli incontri programmati.

**Seppure restino molte incertezze sull'esito delle trattative, il CSC valuta che lo scenario più probabile** sia quello di un accordo che accolga le istanze dell'UE in materia dei diritti per i cittadini europei già residenti in UK, che veda il Regno Unito saldare gli obblighi finanziari pendenti e che porti verso la firma di un accordo di libero scambio tra le parti. In mancanza di un'intesa, dal 30 marzo 2019 il Regno Unito assumerà a tutti gli effetti lo status di paese terzo rispetto all'UE.

**Al momento le negoziazioni attraversano un'impasse legata alla necessità di fissare l'ordine di priorità degli argomenti da trattare.** Da una parte il Consiglio europeo ha stabilito le linee guida per affrontare prima gli aspetti legati all'uscita del Regno Unito dall'UE e fissare, solo dopo il divorzio, i principi di *partnership* che vincoleranno i rapporti con l'UK; viceversa, le autorità britanniche vorrebbero discutere allo stesso tempo sia le problematiche inerenti alla separazione sia quelle sui trattati.

**Le linee guida proposte dall'UE adottano, quindi, un approccio in due fasi.** La prima fase (quella sul "divorzio") dovrebbe affrontare i problemi riguardanti i diritti dei cittadini europei che attualmente vivono, lavorano o studiano in UK e delle imprese che collaborano con partner britannici per affari o nel quadro di programmi promossi dall'UE; inoltre, in questa fase si dovrebbe determinare l'entità degli obblighi finanziari pendenti da parte del Regno Unito e stabilire il piano di rientro; infine, è considerato prioritario fissare un percorso per preservare i principi contenuti nell'Accordo del Venerdì Santo siglato nel 1998 per garantire continuità al processo di pacificazione in Irlanda. Solo dopo aver dato soluzione a queste tematiche si dovrebbe passare alla seconda fase, volta a discutere i provvedimenti a carattere transitorio, che dovrebbero servire da ponte fino a quando non saranno stati negoziati e resi operativi i nuovi accordi che regoleranno stabilmente le relazioni UK-UE.

**Manca ancora una visione comune sugli aspetti che formano i contenuti della prima fase.** Per esempio, manca un'intesa sulle regole da applicare per i cittadini europei residenti in UK da prima dell'uscita del Regno Unito dall'UE, con l'Europa che vorrebbe confermate le norme in vigore negli stati membri, mentre i rappresentanti britannici avanzano riserve sul sistema relativo ai servizi sanitari e sull'obbligo di provare che si tratti di persone con un'occupazione; inoltre, le visioni divergono sul ricongiungimento familiare, che per l'UE dovrebbe avvenire senza restrizioni in virtù dei diritti acquisiti dai cittadini residenti in UK prima della Brexit, mentre per i rappresentanti britannici dovrebbe seguire le regole che si applicano attualmente ai residenti extra-UE.



**Molto problematiche si preannunciano le discussioni sul *divorce bill***, sempre inerente alla prima fase. L'UE ha pubblicato un documento ufficiale in cui vengono predisposti i principi essenziali da seguire per gli obblighi finanziari del Regno Unito; questi dovrebbero formare un'unica compensazione, che includa le pendenze inerenti al bilancio dell'Unione, i costi per il perfezionamento dell'uscita del Regno Unito dall'UE e la partecipazione UK in specifici fondi e strutture inerenti alle politiche comunitarie. A fronte di tali principi le autorità britanniche non hanno né espresso un giudizio di merito né avanzato proposte concrete, rispondendo in modo del tutto insoddisfacente. Al momento mancano cifre ufficiali della somma complessiva delle pendenze da pagare, le cui stime oscillano tra 20 e 110 miliardi di euro<sup>1</sup>.

**Sembra che ci sia convergenza per la preservazione del processo di pacificazione dell'Irlanda del Nord.** Almeno nelle intenzioni, entrambe le parti condividono l'obiettivo di evitare la creazione di un *hard border*, un confine con dogana e controlli, e di lasciare inalterata la *Common Travel Area* esistente ora; mancano, però, proposte concrete per dar seguito alle buone intenzioni. Dai documenti sembra trasparire il proposito comune di continuare il programma PEACE IV, il cui obiettivo principale è quello di affrontare problemi specifici legati al conflitto; inserito nel quadro più ampio dei fondi europei per lo sviluppo regionale, il programma è iniziato nel 2014 e dovrebbe durare sino al 2020.

**C'è ampia distanza sulle linee di metodo da seguire** per l'elaborazione dell'atto finale da adottare. L'UE intende siglare un unico accordo, che affronti in maniera complessiva tutti gli aspetti inerenti alla Brexit, in conformità con il principio che nessun singolo elemento verrà concordato finché l'insieme di tutti gli aspetti negoziali non lo sarà stato (*nothing is agreed until everything is agreed*); questo approccio è coerente con l'idea che le quattro libertà del mercato unico sono indivisibili. Dai *position papers* delle autorità britanniche traspare invece un approccio frammentato, volto a lasciare aree di discrezionalità o ambiti regolati attraverso immunità ed eccezioni; chiaramente ciò si presta maggiormente alla strategia di *cherry picking*, implicitamente avanzata come modalità di procedere da Theresa May sin dal discorso della Lancaster House del gennaio 2017.

Per comprendere il possibile evolvere delle trattative si può ragionare a ritroso, partendo dai due esiti elementari che in ultima analisi possono scaturire dalle trattative, ovvero il raggiungimento o meno di un accordo. Nello scenario in cui il Regno Unito esca dall'UE senza intesa si finirebbe per adottare gli standard del WTO per lo scambio di beni e le banche residenti in UK perderebbero il *passporting right* (ossia il diritto di operare nei paesi UE). Un tale scenario risulterebbe molto negativo per entrambe le parti, ma catastrofico per l'economia UK; ciò lascia presagire che prima o poi il Regno Unito debba mostrarsi accomodante di fronte alle principali richieste dell'UE e che questa, di fronte a segnali di apertura della controparte, diventi più conciliante rispetto ad alcune delle richieste britanniche. Inoltre, l'inasprirsi delle trattative potrebbe rivelarsi fatale per la tenuta del governo in carica, che è quindi in qualche modo forzato a far avanzare i negoziati.

<sup>1</sup> Si veda D'Alfonso A., Pptcheva E.-M., McEldowney J. e Tilindyte L. (2017), *The Brexit negotiations: issues for the first phase*, European Parliamentary Research Service. L'articolo ripercorre in modo estensivo tutti i nodi connessi alla prima fase delle trattative.

### 1.2.6 Emergenti

**Si consolida la crescita** Il CSC ritocca lievemente al rialzo le stime di crescita del PIL per l'insieme dei paesi emergenti nel 2017 (+4,7% contro il 4,6% stimato a giugno) e le lascia invariate nel 2018 (+4,8%; Grafico 1.21). La revisione incorpora l'accelerazione osservata nella prima metà dell'anno.

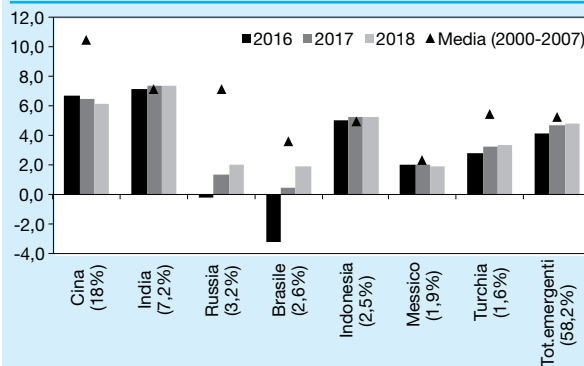
Il peso dei nuovi mercati sul PIL globale (calcolato a parità di potere di acquisto) è in aumento (58,2% nel 2016 da 57,6% nel 2015) e continuerà ad aumentare nell'orizzonte di previsione sfiorando il 60% nel 2018, lungo un trend ormai storico. Dai BRIC proviene oltre la metà del loro prodotto e quindi l'andamento dell'aggregato dipende prima di tutto da essi, con la Cina in testa, che rappresenta da sola il 31% del PIL degli emergenti.

**Contenuta la dinamica dei prezzi nei BRIC** La crescita dei prezzi al consumo è contenuta e lascia spazio di manovra per le politiche monetarie. L'andamento dell'inflazione è stato particolarmente favorevole in Brasile (da +6,3% di dicembre a +3,0% in giugno) e in India (da +3,4% a +1,5%; Grafico 1.22). Tale dinamica ha fornito l'opportunità alla banca centrale brasiliana di effettuare un cospicuo taglio del tasso di interesse di riferimento (-100pb in luglio, al 9,25%, con possibilità di ulteriori riduzioni entro la fine del 2017) e alla banca centrale indiana di limarlo per la prima volta da quasi un anno, fissandolo al 6% in agosto (da 6,25%).

**Non migliora il delicato contesto geopolitico** Le prospettive di crescita di molti paesi emergenti sono rese incerte dalle tensioni politiche, con ricadute dirette e indirette sul resto del mondo. Continua l'attrito tra Russia e USA: il 2 agosto il Presidente Trump ha firmato il *sanction bill* approvato a larga maggioranza da entrambe le camere del Congresso. Un tale atto legislativo ha fatto svanire ogni aspettativa che la nuova presidenza potesse essere più accomodante nei confronti della Russia; inoltre, la trasformazione delle sanzioni in atto di legge ne allunga le prospettive di durata.

Grafico 1.21

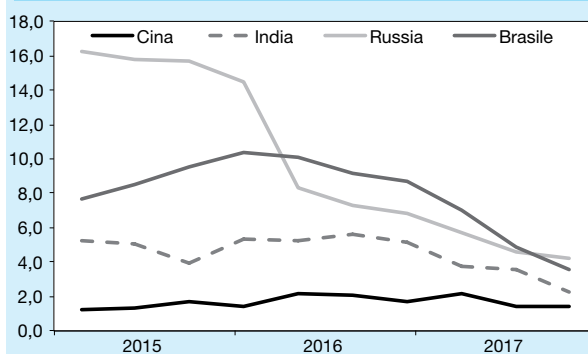
**Confermata l'accelerazione degli emergenti**  
(PIL reale, var %, primi 7 paesi emergenti per peso sul PIL mondiale stimato a PPA nel 2016)



Tra parentesi il peso sul PIL mondiale stimato a PPA nel 2016.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

Grafico 1.22

**Frena l'inflazione nei BRIC**  
(Var. % annua indice dei prezzi al consumo)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Oxford Economics.

Sul versante orientale del continente asiatico continua a destare preoccupazioni la crisi con la Corea del Nord, che, nonostante i numerosi richiami della comunità internazionale, ha continuato a effettuare test di lancio di missili balistici. In seguito a quello effettuato a inizio agosto, gli USA sono intervenuti con sanzioni nei confronti di dieci imprese cinesi e russe accusate di offrire sostegno per lo sviluppo di armi nucleari; tali provvedimenti lasciano presagire che la crisi nell'area vada ben oltre i confini del singolo stato e rientri a pieno titolo nella storica contrapposizione tra blocco occidentale e orientale. Nonostante le sanzioni il 29 agosto è stato effettuato il lancio di un missile che ha sorvolato il Giappone e il test di una bomba a idrogeno (o presunta tale) da Pyongyang.

## Cina

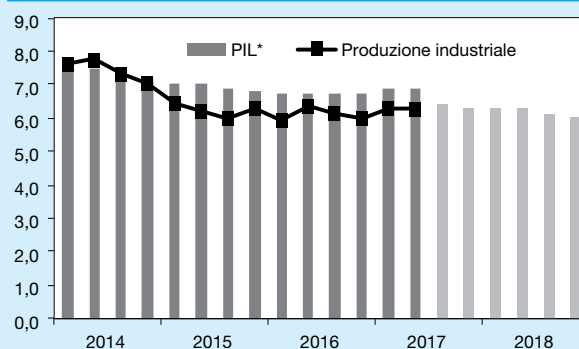
**Atterraggio più graduale** Il CSC rivede leggermente al rialzo le stime di crescita per la Cina: il PIL aumenterà del 6,6% nel 2017 (+6,5% previsto in giugno) e del 6,2% nel 2018 (da +6,1%). Il miglioramento sconta i buoni risultati di crescita realizzati nel primo e nel secondo trimestre (+6,9% per entrambi; Grafico 1.23). Un maggiore sostegno è venuto dall'aumento delle esportazioni e dalla buona dinamica della domanda interna. I dati di luglio lasciano però intendere che la crescita sarà più lenta nella seconda parte dell'anno: frenano produzione industriale (+6,4% annuo da +7,6% in giugno), investimenti (+6,8% annuo da +8,6%) e, in maniera meno marcata, le vendite al dettaglio (+10,4% annuo da +11,0%). Per il secondo semestre è possibile una graduale stretta della politica monetaria che modererà l'incremento del credito.

**Il rallentamento degli investimenti riduce l'eccesso di capacità produttiva...** Il governo cinese sta dando seguito ai più volte annunciati propositi di mettere in campo politiche per contenere il credito, anche se queste dovessero significare uno sfioramento al ribasso dell'obiettivo di crescita. La sfida resta quella di garantire un aumento della produttività, incanalando investimenti verso le imprese più competitive e drenando capitali dalle grandi imprese statali altamente indebitate. I rischi recessivi legati al cambiamento strutturale dell'economia potranno essere mitigati da investimenti in infrastrutture, peraltro necessari ad accelerare il processo di urbanizzazione in vaste aree del paese.

**...e il dollaro debole limita la fuoriuscita di capitali** L'andamento della valuta statunitense è insieme causa ed effetto del minor deflusso di capitali dalla Cina. Comunque, se il dollaro dovesse tornare a rafforzarsi, potrebbero essere messe in campo politiche monetarie volte a innalzare i tassi di interesse; qualora queste misure dovessero rivelarsi inefficaci, il governo potrebbe anche attuare provvedimenti legislativi per contrastare un'eventuale emorragia di capitali.

Grafico 1.23

### La Cina decelera più gradualmente del previsto (Variazione % annua)



\*Dal 3° trimestre 2017: previsioni CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Oxford Economics.

### Gli IDE per contare di più sullo scacchiere internazionale

L'economia cinese è per ora molto più rilevante di quanto non lo sia il suo peso geopolitico. L'elevato ritmo di crescita degli investimenti cinesi all'estero è la leva attraverso cui il secondo sale, con uno spostamento di obiettivi: dal garantirsi l'approvvigionamento di materie prime all'acquisizione di tecnologie e *know-how*. Tra il 2008 e il 2016 lo stock di IDE cinesi è aumentato di sette volte, passando da 184 a 1.281 miliardi di dollari (1.381 miliardi di dollari lo stock degli IDE in entrata in Cina nel 2016). Dai dati del 2015 (ultimo anno disponibile con la ripartizione per area geografica) si desume che il 70,8% degli investimenti è in Asia<sup>2</sup>; durante il periodo 2008-2015 gli IDE cinesi verso l'Europa sono aumentati però di oltre 16 volte, passando da 5 a 84 miliardi di dollari (Grafico 1.24); l'ammontare di IDE europei in Cina resta comunque molto più elevato (185 miliardi nel 2015).

### India

**Continua la fase di assestamento** L'economia indiana ha rallentato più del previsto in seguito allo shock da de-monetizzazione<sup>3</sup>, che ha portato a una riduzione dell'86% del contante; inoltre, l'introduzione di banconote sostitutive di minor taglio è avvenuta più lentamente delle attese, causando un vero e proprio fenomeno di *cash-crunch*, che ha colpito investimenti e consumi. Agli effetti recessivi della demonetizzazione si sono aggiunti quelli della tassazione unificata sul valore aggiunto negli acquisti di beni e servizi. Quest'ultima è la ragione principale che induce il CSC a rivedere al ribasso le stime di crescita per il 2017 (+7,3% da +7,4% previsto in giugno) e per il 2018 (+7,4% da +7,6%). Da rimarcare l'eccezionale rimbalzo delle importazioni del primo trimestre 2017 (+12% annuo contro il -10% del quarto trimestre 2016), che fa presagire una buona ripresa della domanda interna, e in particolar modo dei consumi, nel secondo trimestre.

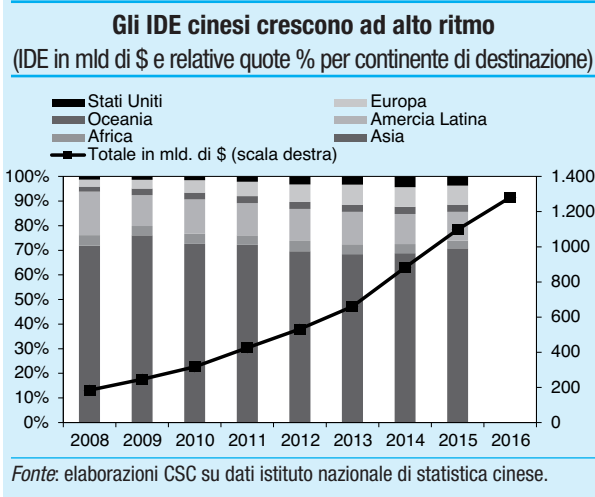
**Quadro politico favorevole** La maggioranza politica indiana guidata dal Presidente Modi gode di forte consenso, che rende agevole proseguire lungo la via delle riforme, nonostante i contraccolpi immediati, che innalzano il potenziale di crescita economica.

**La stabilità del petrolio aiuta** L'India soddisfa l'80% del fabbisogno di idrocarburi con le importazioni, di conseguenza la stabilizzazione del prezzo del petrolio ha effetti favorevoli sull'economia attraverso molteplici e tradizionali canali (attenuazione delle spinte inflazionistiche e contenimento del deficit delle partite correnti).

<sup>2</sup> Degli IDE cinesi in Asia l'85,4% si concentra a Hong Kong.

<sup>3</sup> L'8 novembre 2016 il governo ha ritirato dalla circolazione le banconote da 500 e 1000 rupie per contrastare contraffazione, evasione, corruzione e finanziamento al terrorismo.

Grafico 1.24



## Russia

**La ripresa c'è...** L'economia russa ha iniziato bene il 2017: +0,5% la variazione tendenziale del PIL nel primo trimestre, dopo una lunga recessione. Al risultato hanno contribuito soprattutto le esportazioni e gli investimenti privati, sostenuti anche dal parziale recupero del prezzo del petrolio. L'accelerazione della domanda internazionale e la stabilità del greggio per i mesi a venire inducono un'ulteriore revisione al rialzo della stima del CSC per il 2017 (+1,8% da +1,2% previsto a giugno) e per il 2018 (+2,0% da +1,4%).

**...ma è ostacolata dall'inasprimento delle sanzioni** La nuova ondata di sanzioni USA colpisce settori chiave dell'economia russa: il governo statunitense si riserva di agire in via discrezionale con penalità per qualsiasi impresa di qualunque paese collabori in progetti di investimento con a capo imprese russe, limitando fortemente l'acquisizione di tecnologie per aumentare la capacità estrattiva del paese; a ciò si aggiunge il divieto di transazioni di armi o tecnologie di intelligence e la riduzione della durata dei prestiti (da 90 a 60 giorni per le imprese)<sup>4</sup>. Gli effetti negativi sono destinati a crescere nel tempo, anche oltre l'orizzonte previsionale.

## Brasile

**La stabilizzazione politica consolida la ripresa** Il 2 agosto il Congresso brasiliano ha espresso voto contrario al processo per corruzione del Presidente davanti alla Corte Suprema; l'attesa è quindi che l'incarico scadrà naturalmente alla fine del mandato a dicembre 2018. Nel frattempo si sta rafforzando la ripresa iniziata nel primo trimestre 2017 (+1,0% rispetto al quarto del 2016), dopo due anni di contrazione continua che hanno portato a una riduzione complessiva del PIL di 5,9 punti percentuali. Il CSC ritocca verso l'alto le previsioni di crescita per il 2017 (+0,5% contro +0,3% stimato in giugno) e lascia invariate quelle per il 2018 (+1,9%).

**Fondamentali macroeconomici ancora deboli** L'economia brasiliana presenta ancora una elevata fragilità dei conti pubblici: il deficit nel 2016 si attesta al 9,0% del PIL e il debito al 78,3%. Ciò genera incertezza che si riverbera sull'andamento degli investimenti. Dopo il voto favorevole del Congresso, il Presidente Temer ha annunciato l'intenzione di proseguire sulla strada delle riforme e ha invitato gli investitori esteri a tornare a puntare sul Brasile.

## Altri emergenti

Per quanto riguarda gli altri paesi emergenti, le condizioni globali favorevoli e il rialzo del prezzo del petrolio hanno determinato in molti casi una revisione verso l'alto delle previsioni di crescita. Svelta la Turchia, con stime che sono state aggiornate a +3,2% per il 2017 e +3,3% per il 2018 (da +2,8% e +2,7% in giugno), seguita dall'Arabia Saudita (+1,4% da +0,6% per il 2017 e +2,8% invariato per il 2018) e dalla Nigeria (+1,5% per il 2017 da +1,0% e immutato +2,0% per il 2018).

<sup>4</sup> Fonte Oxford Economics.

### 1.2.7 Prezzi delle materie prime

**Petrolio: prezzo stabile, rischi al ribasso** Nello scenario CSC la quotazione del Brent è prevista rimanere intorno a 52 dollari a barile negli ultimi mesi del 2017 e fino a fine 2018. Questo profilo colloca il prezzo medio a 52 dollari nel 2017, da 45 nel 2016. Le attese dei mercati confermano la sostanziale stabilità: i *future* sul Brent indicano una quotazione sui valori correnti fino a fine 2017 e un aumento di appena 1 dollaro entro fine 2018.

Il rialzo indicato dal CSC nella media 2017, pur essendo molto contenuto (+7 dollari), potrebbe rivelarsi sovrastimato, date le molte variabili che potrebbero spingere nuovamente i prezzi al ribasso, anche nel 2018. In particolare, l'offerta mondiale resterà ancora poco sopra la domanda l'anno prossimo, nonostante l'accordo OPEC e non-OPEC di maggio per un congelamento della produzione dopo il taglio di inizio anno, accordo che però scade il prossimo marzo.

**Quotazioni sotto l'obiettivo OPEC** Il prezzo del Brent è risalito a 51,9 dollari al barile in media in agosto e 53,5 a inizio settembre,

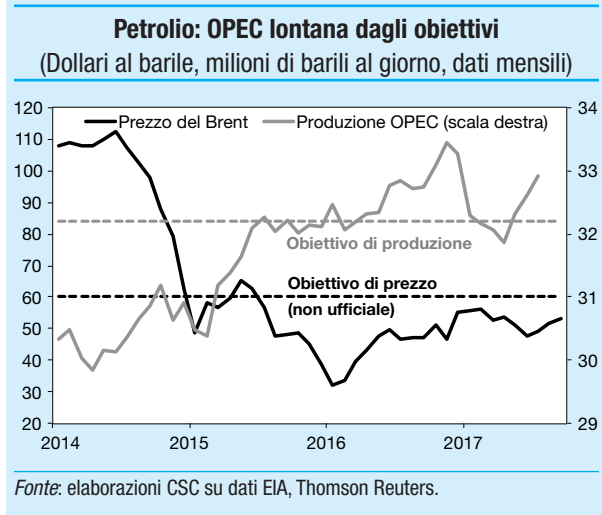
da un minimo di 47,7 a giugno (54,6 nei primi quattro mesi; Grafico 1.25). Nello scenario CSC di giugno si ipotizzava un recupero più lento a tali valori, entro fine anno. Il rincaro è avvenuto in parte sulla scia di dati americani che hanno indicato scorte meno abbondanti (-49 mb in agosto da giugno), anche se non nel mondo. Le quotazioni, comunque, non mostrano di tendere a 60 dollari, livello che era negli obiettivi OPEC e che aveva cominciato a concretizzarsi a inizio 2017.

Le oscillazioni delle quotazioni del Brent si sono ridotte, ma restano ampie. La deviazione standard del prezzo giornaliero è scesa a 3,1 dollari nei primi otto mesi del 2017, da 6,8 nel 2016. Quest'anno, quindi, il prezzo ha oscillato in una fascia di 6 dollari intorno alla media, che rappresenta il 12%, dai 14 dollari dell'anno scorso (30%).

**L'estrazione USA continua a salire** L'offerta di greggio USA è in rapido aumento: 9,5 mbg in agosto, da un minimo di 8,5 nell'ottobre 2016, livello ormai molto vicino al record di 9,6 mbg di metà 2015. Ciò è reso possibile dal costante progresso tecnologico nell'industria dello *shale oil*, che ha abbassato i costi di perforazione e accresciuto l'efficienza, rendendo redditizia l'estrazione a prezzi ai quali prima sarebbe stata in perdita. La produzione USA, perciò, è tornata a essere uno dei motori dell'offerta mondiale.

Ciò indebolisce la posizione dell'OPEC e rende la sua strategia meno efficace. Per il cartello è difficile tenere alto il prezzo e, contestualmente, preservare le quote di mercato. Secondo vari analisti, l'OPEC sarà costretta nei prossimi anni ad abbandonare la strategia di tagli produttivi, a causa delle perdite di introiti petroliferi, dato che i risultati sul prezzo tardano a vedersi.

Grafico 1.25



**Congelamento OPEC disatteso e insufficiente** L'accordo OPEC e non-OPEC per il congelamento della produzione per 9 mesi, da luglio 2017 a marzo 2018, non viene rispettato integralmente. E il tetto complessivo viene sfiorato anche per l'aumento di offerta di quei paesi (Libia, Nigeria) che non avevano partecipato alla ripartizione del taglio di inizio anno (-1,2 mbg l'obiettivo OPEC e -0,6 mbg quello non-OPEC), in occasione del quale il cartello si era mostrato coeso nel limitare l'offerta.

A luglio l'estrazione OPEC è risalita a 32,9 mbg (esclusi NGL e altri liquidi), da un minimo di 31,9 mbg in aprile (33,4 a novembre). Perciò, il taglio realizzato è ora di appena 0,5 mbg. La produzione è cresciuta soprattutto in Libia (1,0 mbg, da 0,5) grazie al recupero di capacità produttiva, e in Nigeria (1,7 mbg, da 1,4). L'estrazione, però, è aumentata anche in Iraq (4,5 mbg, da 4,4) e in Arabia Saudita (10,2 mbg, da 10,0). Stabile invece in Iran (3,8 mbg) e Qatar (0,6 mbg), dove non ha risentito delle tensioni tra tale paese e alcuni stati arabi.

Il congelamento stabilito, peraltro, non sarebbe comunque sufficiente a ottenere una riduzione robusta e duratura delle scorte mondiali di petrolio e far salire di più il prezzo. Per tale risultato è necessario quanto meno il suo prolungamento a tutto il 2018. Infatti, la produzione dei paesi coinvolti, in assenza di una tale nuova decisione, è prevista risalire il prossimo anno (stime EIA), mantenendo l'offerta sopra la domanda.

**Ampia la capacità OPEC inutilizzata** Il recente rialzo dell'offerta in vari paesi OPEC ha ridotto nuovamente la capacità inutilizzata: 2,0 mbg a luglio, da 2,3 mbg in aprile. Il "cuscinetto" OPEC, comunque, resta ampio rispetto ai minimi di fine 2016 (1,0 mbg), indicando che il mercato mondiale è meno esposto a eventuali shock di offerta, visto che il cartello ha spazio per rapidi aumenti della produzione.

Contribuisce a tenere ampia la capacità estrattiva a disposizione il fatto che le tensioni geopolitiche stanno pesando meno. La capacità indisponibile nel cartello, infatti, è scesa a 1,1 mbg a luglio, da 1,9 in aprile (2,6 nella primavera 2016). Pure nei paesi non-OPEC la capacità estrattiva sta soffrendo meno interruzioni (dovute anche a problemi tecnici agli impianti): 0,5 mbg la decurtazione a luglio, da 0,8 in aprile.

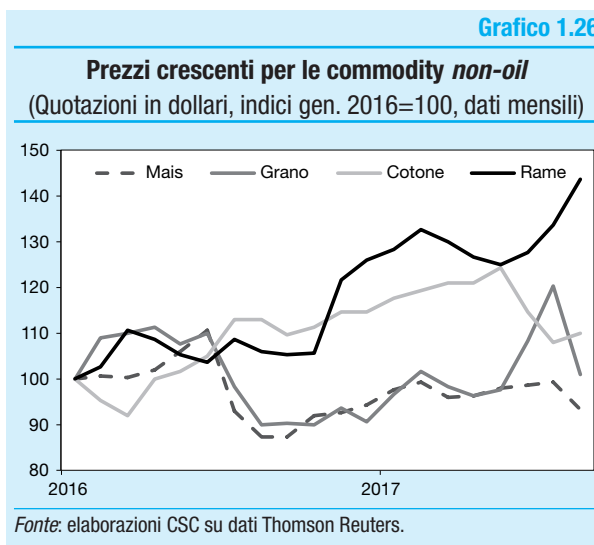
**L'offerta mondiale resta abbondante** Lo scenario EIA aggiornato in agosto, che tiene conto di tali andamenti, prevede una stabilità delle scorte mondiali nella media del 2017, dopo il modesto aumento nel 2016 (di 0,2 mbg). Per il 2018 si stima un nuovo piccolo accumulo di 0,2 mbg. Non si registra, dunque, alcuna riduzione degli enormi stock, a cui mirava l'accordo OPEC e non-OPEC.

Nel 2017 la domanda mondiale in espansione (+1,4 mbg) raggiunge l'offerta e sostiene le quotazioni. La produzione mondiale, infatti, è vista in minor crescita (+1,3 mbg). È sostenuta solo dall'aumento nei paesi non-OPEC, in gran parte USA (+0,8), mentre la produzione OPEC si riduce di poco (-0,2), per gli effetti di taglio e congelamento applicato solo in parte.

Nel 2018, però, la produzione mondiale accelera bruscamente (+1,8 mbg), incorporando un'ulteriore forte crescita negli USA (+1,0) e una risalita nei paesi del cartello (+0,4 mbg), dato che il congelamento termina a marzo anche per i paesi che lo stanno rispettando. I consumi di greggio

sono previsti in accelerazione (+1,6 mbg), ma molto meno dell'offerta. Si determina, così, un nuovo eccesso di produzione nel mercato mondiale, che tiene a freno il prezzo.

**Prezzi non-oil volatili e divergenti** Nel corso del 2017 le quotazioni delle materie prime non energetiche stanno registrando andamenti molto volatili e divergenti, dopo i ribassi generalizzati del 2014-2015 (Grafico 1.26). Tra gli input alimentari, il prezzo è in risalita per il grano (+11,4% in agosto da inizio anno), non per il mais (-1,1%). Ampi divari anche nei mercati dei metalli, dove si va dal significativo rincaro del rame (+14,2%), al recente indebolimento del prezzo del ferro (-8,8%, ma ancora +34,8% nei primi 8 mesi rispetto alla media 2016). Tra gli agricoli non-food, si registra la recente flessione del prezzo del cotone (-3,9%; ma +10,6%). Tutte le quotazioni sono sopra le medie di lungo periodo, sia quelle agricole (+14% il cotone dai livelli medi del 1990-2009, +27% il mais), sia soprattutto quelle dei metalli (rame +109%, ferro +90%).



**Equilibrio precario tra domanda e offerta** La volatilità dei prezzi di varie commodity non energetiche è spiegata da un mercato fisico mondiale con un equilibrio domanda-offerta molto stretto e incerto. Ad esempio, per il mais il raccolto nella stagione 2017-18 è di nuovo caduto al di sotto della crescente domanda (stime *United States Department for Agriculture, USDA*); le scorte sono in discesa e molto contenute: 19,0% del consumo annuo mondiale (da 22,2% l'anno precedente). Per il cotone, invece, i consumi nel 2017-18 vengono superati di misura da una produzione in forte recupero; le scorte sono elevate e in crescita, anche se registrano una flessione in rapporto al consumo (76,9%, da 79,3%). L'offerta di alcune altre materie prime quest'anno è divenuta relativamente scarsa rispetto alla forte accelerazione del consumo mondiale, soprattutto tra i metalli, per i quali hanno inciso scioperi ed esaurimento di miniere.

**Rincari frenati nel biennio** La tendenza che si è determinata quest'anno, perciò, è di un rialzo delle quotazioni delle materie prime non energetiche, sebbene con notevoli differenze di intensità. In diversi casi (ferro, cotone) una variazione positiva, nella media 2017, si registra grazie al profilo crescente del prezzo nel 2016, più che in quest'anno. Le quotazioni dell'aggregato degli input alimentari risulteranno in aumento (+3,0%, previsioni FMI aggiornate in agosto). Un rincaro significativo è atteso anche per le commodity agricole non alimentari (+5,6%) e ancor più per i metalli non ferrosi (+18,3%), che rimbalzano dopo la caduta del 2016.

Nel 2018, il consolidamento della crescita dell'economia mondiale farà proseguire il recupero dei prezzi, ma con alcune significative eccezioni, specie tra i metalli. Continuerà, più lentamente, la risalita dei prezzi alimentari (+1,4%) e delle commodity agricole non alimentari (+0,3%). È attesa, invece, una correzione al ribasso per i metalli non ferrosi (-6,0%).



### 1.2.8 Politiche monetarie

**Tassi BCE fermi ai minimi** La BCE sta proseguendo con le misure iper-espansive, a fronte di un'inflazione ancora bassa nell'Eurozona (+1,3% annuo a luglio, +1,2% l'indice che esclude energetici e alimentari). Tali interventi sono pensati per stimolare il credito e quindi la domanda interna e i prezzi.

Nella riunione del 7 settembre la BCE ha ribadito che i tassi resteranno ai minimi (zero sui prestiti alle banche, -0,40% sui loro depositi), ancora a lungo. L'indicazione di un intervallo ampio tra stop agli acquisti di titoli e primo rialzo dei tassi non è stata ancora modificata. L'azione della BCE sta tenendo giù anche i tassi di

mercato. L'Euribor a tre mesi è in territorio negativo da oltre due anni: -0,33% a settembre. I *future* lo segnalano stabile fino a fine anno e ancora negativo a fine 2018 (-0,25%; Grafico 1.27). In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, è sceso a -1,5%, valore molto espansivo.

Nello scenario CSC, la BCE terrà fermi i tassi ufficiali, almeno fino a fine 2018. L'Euribor resterà stabile sugli attuali valori negli ultimi mesi del 2017 (-0,33% in media nell'anno) e salirà poco nel 2018 (-0,27% in media).

**Portafoglio titoli BCE in rapida espansione** La BCE sta continuando il *Quantitative Easing* (QE): acquista titoli pubblici e privati al ritmo di 60 miliardi mensili. Lo farà sicuramente a tali valori fino a dicembre (Grafico 1.28). Ma ha sempre sottolineato che, se non avrà evidenza che l'inflazione stia tornando in linea con l'obiettivo del 2,0%, gli acquisti proseguiranno.

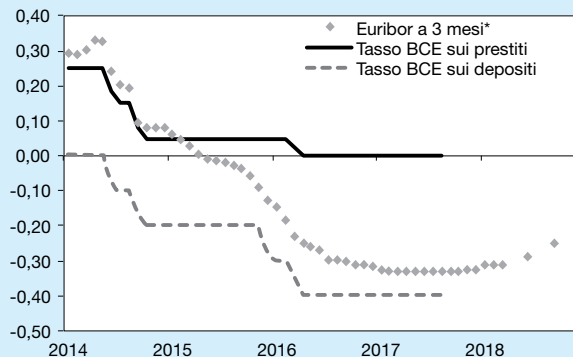
Secondo la maggioranza degli analisti, nei prossimi mesi (più probabilmente a ottobre) la BCE varerà l'ultimo allungamento del QE, di 6-9 mesi, fino a giugno-settembre 2018, a un ritmo mensile decrescente, in modo graduale, da 60 miliardi a zero. Lo scenario CSC incorpora questa ipotesi. Ma il prolungamento potrebbe arrivare oltre l'orizzonte previsivo.

Lo stock di titoli nel bilancio BCE è salito a 2.170 miliardi a settembre, da 191 nell'ottobre 2014 (+1.979). Gran parte riguarda i titoli pubblici: 1.707 miliardi, di cui 299 italiani. I *covered bond* emessi da banche dell'Eurozona ammontano a 228 miliardi, i titoli cartolarizzati (*Asset Backed Securities*) a 24, 107 i bond emessi da imprese non bancarie, 104 da vecchi programmi. Gli acquisti BCE tengono bassi i tassi a medio-lungo termine, in particolare sui titoli sovrani: in agosto 2,03% in media il rendimento del BTP decennale, sui valori di inizio anno, 0,36% il Bund.

Attraverso gli acquisti di titoli la BCE sta ampliando il bilancio: 4.284 miliardi a settembre, più che raddoppiato dall'ottobre 2014 (1.988 miliardi). La dimensione del bilancio BCE è ai massimi

Grafico 1.27

#### Tassi a breve negativi nell'Eurozona (Valori %, dati mensili)



\* Da settembre 2017: tassi impliciti nei *future*

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, CME.

storici ed ha superato i livelli di quello della FED (3.782 miliardi di euro, al cambio corrente). L'espansione proseguirà almeno fino a fine anno.

**Prestiti BCE stabili a valori elevati** I prestiti della BCE alle banche dell'Eurozona sono fermi a 775 miliardi di euro a settembre, sui livelli di marzo (500 nel giugno 2016). Sono costituiti dalle operazioni tradizionali a breve (MRO) per 6 miliardi e da LTRO, T-LTRO e T-LTRO2 per 769 miliardi. L'espansione da giugno 2016 a marzo 2017 è stata dovuta alle quattro T-LTRO2: il totale prestato con tali aste è di 739 miliardi. Le banche hanno, contestualmente, restituito buona parte dei fondi presi in prestito con

le precedenti T-LTRO. Al momento non sono previste altre aste straordinarie BCE. Le T-LTRO2, cadenzate ogni tre mesi, hanno durata di 4 anni, perciò le risorse resteranno a lungo nei bilanci delle banche, l'ultima tranche fino a marzo 2021, salvo rimborsi anticipati. Le T-LTRO2 contengono un forte incentivo affinché le banche utilizzino i fondi BCE per erogare prestiti a famiglie e imprese: il tasso base è pari a quello sulle MRO (zero), ma se il credito salirà oltre determinate soglie le banche beneficeranno di tassi negativi, fino a un minimo di -0,40%. I prestiti BCE restano importanti per molte banche (255 miliardi quelli presi da istituti italiani) e hanno favorito la riduzione del costo del credito in molti paesi, compresa l'Italia.

**Salgono i depositi in BCE** I depositi delle banche dell'Eurozona presso la BCE sono ai massimi storici: a settembre 1.892 miliardi (da 210 nel settembre 2014). L'aumento sta avvenendo in parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE, ma a una velocità minore: le banche cioè parcheggiano parte della liquidità che ricavano dalla cessione di titoli presso la stessa BCE. I depositi, inoltre, sono balzati in occasione dell'ultima T-LTRO2. Tutto ciò avviene sebbene gli istituti debbano pagare per tenere i depositi presso Francoforte e denuncia ancora elevate avversione al rischio e preferenza per la liquidità.

Questo riduce l'efficacia della politica monetaria nel favorire il credito. Le risorse effettivamente immesse nel sistema bancario possono essere misurate con la somma dei prestiti BCE e dei titoli acquistati, sottraendo i depositi. L'espansione di tali risorse risulta minore, ma significativa: 1.053 miliardi di euro a settembre, da 459 nel settembre 2014 (+594 miliardi).

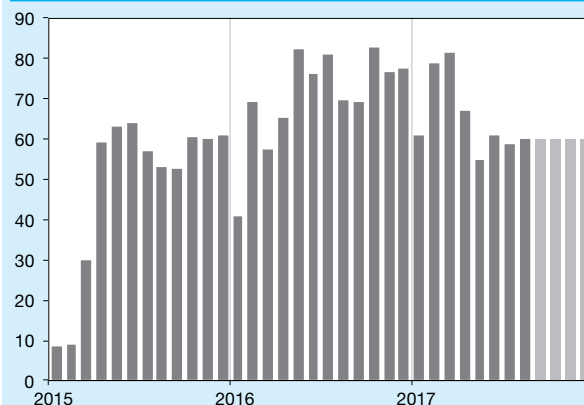
**La FED prosegue il rialzo dei tassi** Il tasso di riferimento FED è stato aumentato a giugno a 1,00-1,25% (1,16% il tasso effettivo in agosto). Da fine 2015, la FED ha realizzato finora quattro rialzi, di cui due nel 2017.

La disoccupazione USA è scesa al 4,4% in agosto, sotto il valore di lungo periodo indicato dal FOMC (4,5%-4,8%). La dinamica dei prezzi è scivolata poco sotto l'obiettivo del +2,0% annuo

Grafico 1.28

**Prosegue il Quantitative Easing BCE**

(Acquisti netti di titoli pubblici e privati, miliardi di euro)



Settembre-dicembre 2017: comunicati ufficiali BCE.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

(+1,7% l'indice totale a luglio, +1,7% al netto di energia e alimentari). Le attese di inflazione, misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi, sono vicine ai valori desiderati (+1,8% a settembre, da +2,0% a marzo). La FED ha confermato il raggiungimento dell'obiettivo sul mercato del lavoro, ma ha sottolineato di guardare con attenzione alla dinamica dei prezzi.

Vari esponenti del FOMC anche nei mesi estivi (già alla riunione di giugno 12 membri su 16) si sono detti favorevoli a un totale di tre rialzi dei tassi quest'anno, condizionato al fatto che i dati in uscita confermino i progressi sui prezzi. In media, i membri del FOMC hanno segnalato un livello desiderato a 1,25%-1,50% a fine 2017 e a 2,00%-2,25% a fine 2018, ovvero tre rialzi nel 2017 e altri tre nel 2018. Ciò indica come probabile, secondo diversi analisti, un ulteriore ritocco di 0,25 punti entro dicembre. Negli ultimi anni il sentiero "desiderato" dei tassi è stato più volte rivisto al ribasso dal FOMC; le indicazioni aggiornate saranno diffuse il 20 settembre.

Un rischio dello scenario è rappresentato dal cambio al vertice FED: nel febbraio 2018 scade il mandato della Presidente Janet Yellen. Il Vice-Presidente Stanley Fischer, in scadenza a giugno 2018, si è dimesso a inizio settembre. Inoltre, sono vacanti altri tre seggi nel board FED. Per tutte queste posizioni la nomina è di competenza del Presidente USA. Un avvicendamento potrebbe modificare l'approccio di politica monetaria, influenzando sul sentiero dei tassi.

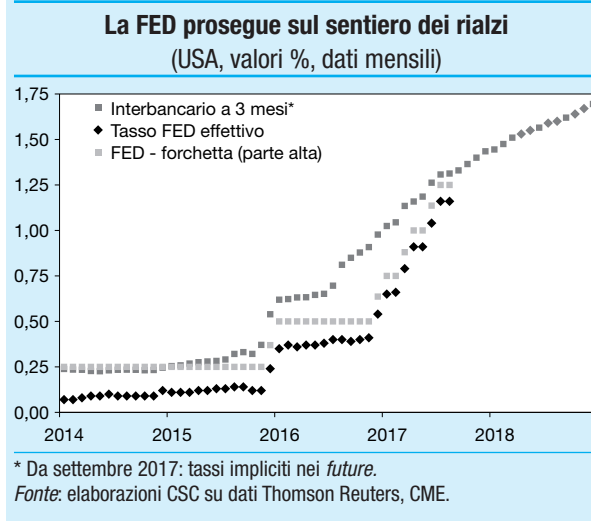
### I mercati si attendono maggiore gradualità

I mercati si attendono tassi in aumento più graduale: l'interbancario a tre mesi USA è salito all'1,32% a settembre e il *future* lo pone a 1,39% a fine 2017 e a 1,59% a fine 2018 (Grafico 1.29). Ciò è coerente con due rialzi di un quarto di punto entro il prossimo anno. Secondo le stime CME (Chicago Mercantile Exchange), la probabilità di un rialzo a 1,25-1,50% a settembre è scesa a zero (era al 13% a giugno), mentre quella per dicembre è del 36%. Per il 2018, la probabilità che entro la riunione di agosto i tassi arrivino a 1,50-1,75% è appena del 12%.

Nello scenario CSC, come già a giugno, la FED aumenta ancora il tasso di riferimento a dicembre di 0,25 punti, chiudendo il 2017 con tre rialzi, a 1,25-1,50%. L'azione restrittiva prosegue con altri due ritocchi nel 2018, arrivando a 1,75-2,00%. Il tasso interbancario USA sarà in media all'1,25% nel 2017 (da 0,74% nel 2016) e all'1,88% nel 2018.

**Si allarga la forbice con la BCE** Il tasso FED continuerà ad allontanarsi da quello BCE. Il differenziale BCE-FED è già pari a -1,16 punti percentuali in agosto (considerando il tasso effettivo negli USA). Nello scenario CSC si attesterà a -0,99 punti in media nel 2017 (da -0,39 nel 2016) e salirà a -1,58 punti nel 2018.

Grafico 1.29



Il sentiero FED di aumenti dei tassi è molto graduale rispetto a precedenti fasi di rialzo (+4,25 punti nel 2004-2006). Inoltre, il tasso ufficiale rimarrà ancora per un po' sotto i livelli "neutrali" di lungo periodo (stimati al 2,80-3,00% dal FOMC a giugno): con l'incremento atteso nello scenario CSC, a fine 2018 la distanza da questi ultimi sarà di un punto.

**FED prossima a ridurre lo stock di titoli** La FED continua per ora a reinvestire in nuovi titoli le somme incassate dai rimborsi di quelli giunti a scadenza. Perciò, lo stock accumulato con il QE, chiuso a fine 2014, è stabile: 2.465 miliardi di dollari in titoli pubblici in agosto (55,2% dell'attivo della Banca) e 1.778 miliardi di *Mortgage Backed Securities* (cartolarizzazioni di mutui, 39,8%). La composizione dello stock, con più bond pubblici che privati, è simile a quella nel bilancio BCE.

Intanto, la FED agisce sulla durata dei titoli in portafoglio. La quota di *Treasury* con scadenza sotto i 12 mesi è cresciuta al 14,0% in agosto (0,1% a fine 2014) e quella tra 1 e 5 anni al 47,2% (da 44,6%). Sono scese le quote dei titoli che maturano a 5-10 anni (12,7%, da 28,5%) e oltre i 10 anni (26,2%, da 26,7%). Tale ricomposizione favorirà la riduzione automatica dello stock.

A giugno la FED ha annunciato le modalità del processo di diminuzione dello stock e a luglio ha ribadito che dovrebbe partire "relativamente presto", nei prossimi mesi. La strategia è di ridurre gradualmente il reinvestimento, lungo un sentiero prefissato. Il primo step sarà di non reinvestire in nuovi titoli, in un mese, 6 miliardi provenienti da *Treasury* scaduti e 4 miliardi da MBS; lo stock perciò inizierà a ridursi di 10 miliardi al mese. Il ritmo di riduzione salirà di 10 miliardi ogni 3 mesi. Entro un anno dall'avvio la riduzione sarà di 50 miliardi al mese. Non sono previste vendite di titoli in portafoglio.

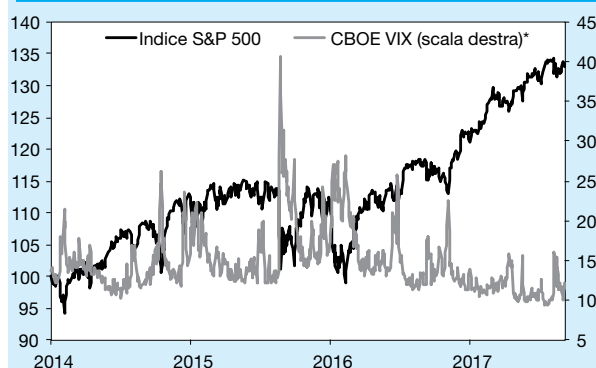
### 1.2.9 Tassi, Borse e cambi

**Tassi stabili sopra i minimi** I tassi a lungo termine USA hanno registrato una stabilità negli ultimi mesi, restando sopra i minimi del 2016 ma anche molto sotto i massimi di inizio 2017. Li spingono al rialzo la normalizzazione del tasso FED e le positive attese sulla crescita; nei prossimi mesi li sosterrà anche la riduzione dello stock di titoli nel portafoglio FED. Il rendimento del *Treasury* decennale è al 2,1% a settembre (da 2,2% a giugno; massimo al 2,5% a marzo). Piuttosto stabile anche il tasso a lunga reale, calcolato sui titoli a dieci anni indicizzati all'inflazione, su valori molto più bassi di quelli pre-crisi: 0,3% a settembre (2,4% nella prima metà del 2007).

**Borsa USA record** Le quotazioni azionarie americane sono ai massimi storici (+10,1% a settembre da inizio anno, indice S&P-500; Grafico 1.30). La volatilità resta bassa, nonostante qualche tensione

Grafico 1.30

**Borsa USA: prezzi al record, volatilità bassa**  
(Volatilità e quotazioni azionarie, gen. 2014=100)



\* Misura delle attese del mercato sull'andamento dell'indice S&P 500, calcolata sui prezzi in dollari di un paniere di opzioni a fini di copertura (VIX=10 significa che il mercato si attende rendimenti tra +10% e -10%).  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

in agosto: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruire una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è a 11,1 a settembre (da 10,3 a luglio; 13,1 nella prima metà del 2007).

Anche in Europa le quotazioni di Borsa crescono: in Germania +6,0% a settembre da inizio anno, +12,6% in Italia, dove, però, i valori restano del 6,6% inferiori ai massimi del 2015. Le quotazioni bancarie mostrano in Germania una flessione (-2,2% da inizio anno), un aumento significativo in Italia (+15,5%), grazie anche alla soluzione di alcune situazioni di fragilità. I valori restano comunque, in entrambi i paesi, molto sotto i picchi 2015 (-44,1% e -39,0%).

**L'euro si apprezza sul dollaro** Il tasso di cambio dell'euro sul dollaro USA, dopo avere toccato un minimo di 1,04 a inizio 2017, è salito sopra 1,20 dopo la riunione BCE di settembre (Grafico 1.31). Da inizio anno si è rivalutato del 14,8%; una variazione di simile entità (con segno opposto) della caduta nella seconda metà 2014. Rispetto ai massimi del marzo 2014 (1,38) l'euro rimane svalutato (-13,5%). Il cambio effettivo dell'euro è salito meno: +6,0% da inizio anno.

**Fattori che spingono il cambio giù...** L'allentamento monetario che la BCE sta realizzando con il QE resta il principale fattore che indebolisce l'euro; l'effetto però è stato ridotto dall'atteso stop degli acquisti netti della BCE nel corso del 2018. Per un rafforzamento del dollaro agisce la normalizzazione dei tassi ufficiali della FED e l'inizio del decumulo, entro fine 2017, dei titoli acquistati in precedenza.

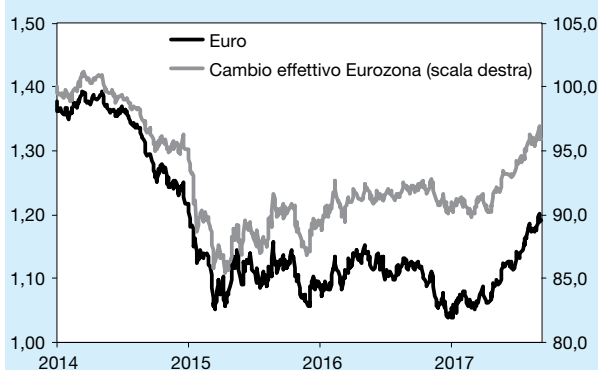
**...e verso l'alto** I dati migliori delle attese sulla ripresa europea hanno sostanzialmente annullato il gap di crescita del PIL tra le due sponde dell'Atlantico nel 2017, agendo a favore di un rafforzamento dell'euro sul dollaro. Anche i saldi dei conti con l'estero giocano a favore della moneta unica. L'Eurozona, infatti, ha un elevato surplus delle partite correnti, pari a 424 miliardi di dollari nel 2016, cioè al 3,6% del PIL (OCSE); mentre negli Stati Uniti si registra un ampio deficit corrente, pari nel 2016 a 481 miliardi di dollari (-2,6% del PIL).

**Effetto incertezza politica** Inoltre, l'elevata incertezza riguardo alle prossime decisioni dell'Amministrazione Trump, in materia di politica commerciale e di bilancio, ha contribuito a indebolire il dollaro. Anche nell'Eurozona restano incertezze connesse all'ignoto percorso della Brexit e alle scadenze elettorali, che costituiscono rischi al ribasso per la valuta unica nell'orizzonte previsivo.

Il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume un cambio dollaro/euro a 1,18, pari alla media dell'ultimo mese, a fine 2017 e nel 2018. Ciò comporta, aritmeticamente, un livello medio pari a 1,13 nel 2017 e a 1,18 nel 2018. Quindi, si verifica un apprezzamento rispetto al dollaro del 2,2% nel 2017 e del 4,3% nel 2018.

Grafico 1.31

**L'euro si rafforza non solo sul dollaro**  
(\$ per valuta e indice 1° gen. 2014=100, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

